全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

BEHAVIORAL
F I N A N C E

新常态股市投资智慧

你不可不知的行为金融

郑磊 编著

读懂　　　　　　寸手

国内最新介绍行为金融学的投资著作

1.2亿股民不能不知的股市秘密　资本市场不能忽视的心理陷阱

但　斌 东方港湾投资管理公司董事长	王　庆 重阳投资总裁	管清友 民生证券研究院执行院长	房四海 香港九方寰宇宏观研究院院长	洪　灏 交银国际研究部董事总经理
徐洪才 中国国际经济交流中心经济研究部部长	孙立坚 复旦大学金融研究中心主任	林　华 厦门创投、金圆资本总经理	黄　嵩 北大金融与产业发展研究中心秘书长	鹿长余 上海科技金融研究院教授

联　合　推　荐


北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书

BEHAVIORAL
F I N A N C E

新常态股市投资智慧

你不可不知的行为金融

郑磊 编著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载
理想藏书55188 www.55188.com

图书在版编目(CIP)数据

新常态股市投资智慧:你不可不知的行为金融/郑磊编著. —北京:北京大学出版社,2015.5

ISBN 978-7-301-25713-5

Ⅰ.①新… Ⅱ.①郑… Ⅲ.①股票投资—研究 Ⅳ.①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 087519 号

书　　名　新常态股市投资智慧——你不可不知的行为金融
著作责任者　郑　磊　编著
策 划 编 辑　徐　音
责 任 编 辑　朱梅全　王业龙
标 准 书 号　ISBN 978-7-301-25713-5
出 版 发 行　北京大学出版社
地　　址　北京市海淀区成府路 205 号　100871
网　　址　http://www.pup.cn
电 子 信 箱　sdyy_2005@126.com
新 浪 微 博　@北京大学出版社
电　　话　邮购部 62752015　发行部 62750672　编辑部 021-62071997
印 刷 者　北京宏伟双华印刷有限公司
经 销 者　新华书店
　　　　　730 毫米×1020 毫米　16 开本　21.5 印张　268 千字
　　　　　2015 年 5 月第 1 版　2015 年 5 月第 1 次印刷
定　　价　45.00 元

未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。
版权所有，侵权必究
举报电话：010-62752024　电子信箱：fd@pup.pku.edu.cn
图书如有印装质量问题，请与出版部联系，电话：010-62756370

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超越贪婪、希望和恐惧统治的世界
（代序）

我们生活在怎样的一个资本市场中？这个问题恐怕有无数种回答，但基本上能够分为几个大类。我想，如果是前几年，国内人士的回答大多会认为市场是可以预测的。这就不难解释为什么讲述股市技术分析的书那么流行的原因了。一把直尺走天下，支撑线、阻力线、三角形、旗形、楔形、黄金比例分割、艾略特波浪、江恩菱形、K线、蜡烛图组合等等，不一而足。坦率地说，没有什么流派比技术分析更显得高大上了。其他回答几乎都属于非主流，比如有人认为市场是有效率的，市场中存在着真正值得价值投资的标的。当然，也有人认为，市场是不可预测的、混沌的，以及市场是由不可预测的群体心理驱动的。

让我们回归到市场的本质上来，清晰地梳理一下思路。这时，现代经济学已有的一些公论和最新成果——特别是行为金融学，能够引导大家冷静地反思：资本市场到底是什么样的？

事实一：市场是信息不对称的，投资标的的信息大部分都无法准确及时获取，市场只是在部分时间里是有效的。

事实二：价格是资金驱动的，价格并不一定围绕价值波动，在很多时候甚至偏离很远。

事实三：信息对市场的影响很大，每个人对每个信息的关注度和理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解不同，据此形成对市场的态度，造成群体性影响。

事实四：市场参与者的情绪和心理驱动资金，导致市场波动。

事实五：市场情绪传染和程序化投资的推广，放大了“羊群效应”，导致市场在短暂时间内陷入恶性循环。

现在我们可以综合一下对于市场的认识了。尽管到了信息时代，但我们仍无法解决哪怕是改善信息不对称情况。当分析投资标的时，可能我们知道的所谓事实都不足真相的一成。在这种情况下，没有奢谈价值投资的空间。这种情况在中国尤其如此，所以估值模型的使用效果往往不佳。连企业的经营管理层都无法全面掌握的信息，更难以为外人所知。即便有了充足的信息，又如何预测内外部商业环境和条件的改变呢？我相信凯恩斯是对的，他说：“对于某只股票的未来收益，我们唯一可以确定的就是根本无法确定。”

让我们回到问题的本原，价格当然是由资金驱动的，在资金充足的情况下，人们对投资标的和市场的认识，特别是在一些信息或事件的情境下，以及参与者的情绪和心理，都起到了调动资金从而对市场价格走势产生合力的作用。如果资金充足的假设不成立，那么信息、情绪、心理等因素对市场的整体影响力会明显减弱。中国股市从 2005 年下半年开始启动，快速攀升，再深陷谷底，这是一个完整的市场周期，我们可以看到几个明显的阶段。资金泛滥的连续爬坡，然后是金融危机的消息带来的恐慌、四万亿救市后的反弹，接着是资金不足，踏上节节败退的寻底之路。这一过程再次论证了一个观点：资金是王，信息（或者事件）和心理（包括情绪）是其两个婢女。

现在我们可以清晰地看到观察和分析市场的主线脉络：资金是否充足，这是市场的外生变量，我们在本书中不作为分析重点。那么剩下三个重要因素就是投资者对信息（事件）的认知偏差、心理偏好、情绪（情感）影响。它们可以被看作是内生变量，而且相互之间产生影响，并引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导着市场内的资金运动,从而最终从价格走势中体现出来。本书秉持行为金融学的原则,即认为人是有限理性的,我们将尝试引入心理学的理论和技术来分析投资者的真实决策过程。

当技术分析派在价格和指数图上比划来比划去的时候,他们只是资金运动的旁观者,看到的只是表象,却希望从中预测未来,这是缘木求鱼式的努力(当然我们不得不说,其实技术分析派本质上是想通过技术手段掌握市场参与者的心理和行为模式的人)。而价值投资者天真地认为,价格总是围绕着价格波动,即便偏离也终究会反映真实的价值。当然,这从理论上是成立的,但十分考验耐心。另外一个很值得推敲的悬疑问题就是,其实没有人真正知道投资标的价值是多大。这个发现很打击价值投资者的心(当然称得上价值投资的人都有一颗比凡人更强健的心)。我们活在一个由贪婪、希望和恐惧统治的世界,股市尤其如此。

以上只是个人看法。当然,本书不想兜售心理分析和行为金融就是万能灵药的观点,也没准备推销具体的投资方法论,只是尝试着把一个市场熟知但并未被公开揭示的真理,从行为金融和投资心理的角度重新论述,供广大读者窥其堂奥。因此,我们还是会从股市分析的各派逐一入手,尝试从行为金融的角度掀开市场大幕的一角。本书的内容是这样安排的:第一章回顾了主要的股票投资流派和代表人物的特点,以便读者能够全面了解各种投资模型;第二章主要介绍价格走势的市场结构(时间和空间),从中短期分析了成交量和价格之间的关系,从长期介绍了市场回归重心(均值)以及重心不断上移的结论;第三章从个人投资者角度讨论投资心理特征,以及由此产生的投资行为,综合整理了投资心理学的研究成果,以便让投资者清晰地了解自身心理局限对投资结果可能产生怎样的影响,并讨论了导致市场行为的群体心理;第四章尝试用技术分析的方法探讨如何观察作为群体的投资者的市场行为表现,揭示投资者整体行为偏差造成的市场波动;第五章继续对投资者群体行为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行分析，讨论信息和事件对投资者群体和市场的影响；第六章对投资者的心理特点给出了神经科学上的解释，探讨了情绪，特别是对投资表现影响巨大的贪婪、恐惧、快乐、悔恨等情绪的生理产生机制；第七章从行为金融理论的角度，对市场波动和投资者的行为给出解释；第八章基于本书对于投资行为的解释，从投资管理体系的角度作出梳理，并给出操作建议，以便读者能够将所学知识应用于股票市场的投资实践中去；第九章是作者的投资感悟，指出人生如股市，投资如做人的观点，提醒大家正确认识和对待股市投资。

本书不能够让你读完就能掌握战胜市场的无敌法宝，世界上尚未发现此物，实际上我一直努力否定的就是这种错误想法。这是一本需要耐心和静心去读的书。我也不想用技术派、价值派还是心理情绪派给自己贴标签，希望读者能够通过阅读此书，了解自己，战胜自己，活出自己的精彩来。市场和财富都不是人一生中的全部，淡定、安然和快乐地生活，才是值得我们毕生追求的目标。

本书也许充满了谬误，但却是值得努力的尝试。本书引用了众多流派的方法和见解，书后参考文献将尽量列明。考虑到不少资料来自网络，很难查到原始来源，还请读者诸君谅解。好在我的目的并非著书立说，而是希望能够总结行为金融的最新成果，并与业界实践相结合，给大家献上一桌丰盛的思想大餐。请各位读者各取所需，祝大家好胃口！

郑　磊

2014 年 10 月，香港九龙名人苑寓所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

第一章　华山论剑的股市门派之争
第一节　信徒遍布大江南北的技术流　/ 3
第二节　守候时间玫瑰的价值投资者　/ 22
第三节　深藏功名的心理大咖　/ 36
第四节　初露头角的“量化小子”　/ 40
第五节　杂议“布丁派”　/ 44

第二章　时空转换下的股市波动
第一节　给价格波动安上时间轴和空间轴　/ 63
第二节　市场价格运动的时空结构　/ 73
第三节　老板是价格，资金是马仔　/ 82
第四节　股市价值规律：给价值投资者的一贴安慰剂　/ 90

第三章　人性放大镜下的炒股心理
第一节　炒股人常见的认知和心理误区　/ 101
第二节　专家也有出错时　/ 114
第三节　变化只在一念间　/ 121

第四章　技术分析图上看市场群体心理
第一节　K 线图的市场心理解读　/ 149
第二节　MACD 帮你辨认真正的价格动向　/ 166
第三节　从概率分布角度看价格异常行为　/ 177

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 你的心飘摇在信息烟雨中
第一节 事件消息驱动的股价 / 188
第二节 “黑天鹅”事件 / 201
第三节 气候和季节性因素 / 221

第六章 大脑进化速度赶不上资本市场发展
第一节 大脑的惯性思维习惯 / 231
第二节 多巴胺、伏隔核和投资预期 / 236
第三节 情绪的脑神经科学解释 / 247

第七章 你的情绪波动决定了亏损或是赚钱
第一节 前景理论诠释的投资者行为 / 259
第二节 投资决策的两大影响因素 / 263
第三节 贪婪与恐惧 / 271

第八章 了解心理，管理情绪，决胜对手
第一节 正确的投资理念 / 279
第二节 资金管理 / 289
第三节 利用对手方的错误，以己之长克敌之短 / 300

第九章 道与术
第一节 投资方法的思考 / 320
第二节 安度股市人生 / 327

跋 / 330

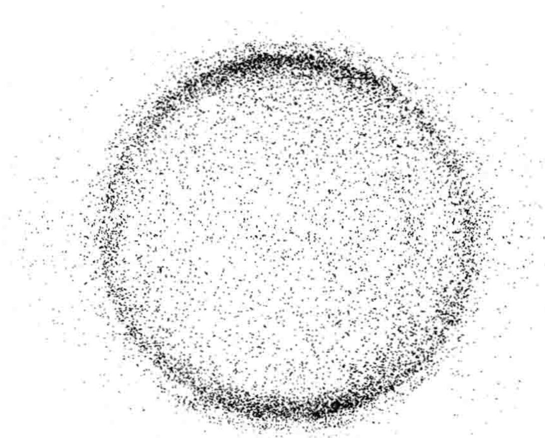
参考文献 / 331

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 华山论剑的股市门派之争

知人者智，自知者明。胜人者有力，自胜者强。

——《道德经》第三十三章



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市中的价值、技术、心理、量化四大流派，犹如《射雕英雄传》中描写的东邪西毒、南帝北丐，在江湖上互不相让，相互辩论得难解难分。其实，如同武林，世上又何止这四家之言，其中相互掺杂相互渗透之处，难以尽述。本书以此章开始，并非想在其中分出上下优劣，而是作为一个引子，让大家对各派有个初步了解。

第一节　信徒遍布大江南北的技术流

技术分析的优势在于它反映了过滤过程，股票价格和成交量精确地反映了百万投资者对其价值的判断，这里不仅反映了基本因素，而且还包括情感因素。

——马丁·普林格

技术流，这是我们给技术分析流派的一个高大上称号。技术，这个词足以让人心驰神往，相信对于任何一个民族都是如此。记得笔者1992年第一次接触股市的时候，看到有人购买股票行情传送机，配套的行情软件上那些红黄蓝绿交叉纵横的曲线、实心和空心的蜡烛图柱，真是眼花缭乱，如坠五里云雾之中。

国内最开始引进和流行的炒股书籍都是介绍技术分析方法的，从简单的蜡烛图、K线，到各种技术分析指标、道理论、艾略特波浪理论、江恩理论，都曾流行了很长一段时间。但是，舶来的技术分析方法毕竟数量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有限。近几年,更多的是各种独家的“炒股秘籍”类书籍充斥坊间。经过多年的股市洗礼,民间涌现出不少技术分析“牛人”,开始推广自创的技术分析战法。但是,万变不离其宗,技术分析的核心方法不外乎有限的几种。

1.1 从K线观察价格运动轨迹

K线,这个最早可以追溯到日本江户时代大米商人预测米价的工具[①],大概是中国股市投资者习以为常的技术分析工具了。价格走势图上,那大大小小、有虚有实、有头有尾、长短不一的蜡烛形状,按时间顺序排列连成曲线,谱写了多少股市传奇,又见证了多少悲欢离合。其实,很早就有技术分析派大师[②]指出:蜡烛的形状能够将特定时期内投资者的心理变化以可见的模式表现出来。每天的价格波动和成交量可以被看作投资者害怕和恐惧的指标。蜡烛图信号能够识别出当天、本周或者本月投资者情绪的波动变化。如果笔者引用这种观点作为对心理分析方法的支持证据,恐怕会被有些人认为是牵强附会。但确实有学者提出,技术分析的本质就是从投资者的心理层面去研究交易行为,通过研究投资者过去的行为所形成的价格走势,预测股票价格的未来走势。事实上,尽管将技术分析方法与投资者心理结合的说法早已有之,但深入的发掘不多,所以也只能算作是有先见之明的朦朦胧胧的不成熟看法而已。后来的技术分析派人士并没有在心理分析这条路上继续走下去。技术分析越来越沦为形式化和数量化工具,而忽略了对其背后心理因素的深入挖掘。总而言之,心理分析和技术分析其实一直都走得很近,但

① 根据百度百科的说法,在日本的“K”并不是写成“K”字,而是写作“罫”(日本音读kei),K线是“罫线”的读音,K线图称为“罫线”,西方以英文第一个字母“K”直译为“K”线,由此发展而来。K线又称阴阳线、棒线、红黑线或蜡烛线。

② 如日本蜡烛图的技术分析大师斯蒂芬·比加洛(Stephen W. Bigalow)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也从未完美结合。①

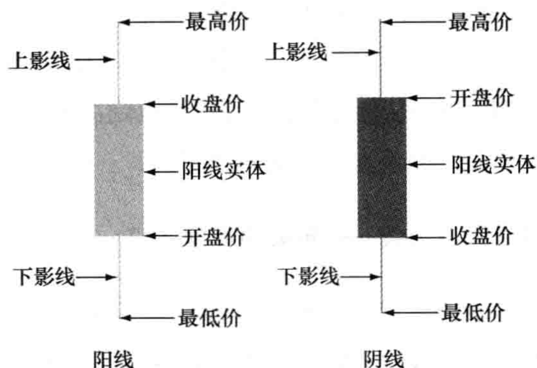


图 1-1　蜡烛体的结构

如果对于 K 线的认识只停留在这个层次，是无法用它理解深奥难测的股市的。K 线只是忠实地记录每个交易日的开盘、收盘、最高和最低价格，用 4 个数据勾画出当天的价格表现概况而已。

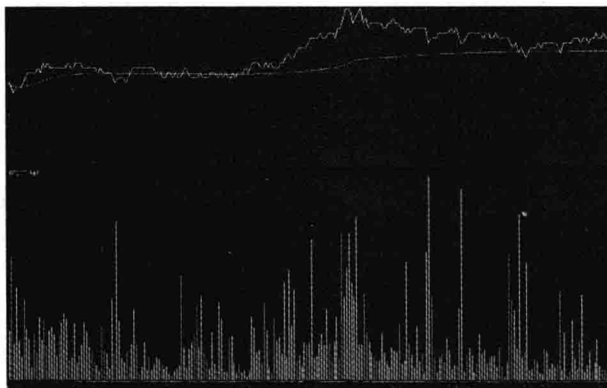


图 1-2　股票分时走势图

① 技术分析有其经济学和心理学的基础，从对股市的实证看，技术分析的周期如果设在中长期，其分析结果还是比较可靠的。但是，在散户中，越来越多的人崇尚超短期操作，技术分析失效的情况并不少见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熟悉技术分析的读者都知道，其实当天的分时走势图里包含了更多的交易价格的变化信息，可以看到每分钟的价格和成交量，而这些信息全部浓缩在一根蜡烛体中了。另外，根据每日收盘价加权计算出的移动平均线，也能辅助K线了解最近一段连续时间内的收盘价格运动情况。关于移动均线，后面还有更详细的介绍。

1.2 支撑线和压力线——重要的心理关口

一般来说，当股价跌到某个水平之后不再下跌时，我们称之为股价下跌遇到了“抵抗”，把这样的抵抗价格点串联成线，就可以得到一条阻止价格继续下跌的“支撑线”（也称为“抵抗线”）。反之，当股价无法继续向上突破时，同样是遭遇到了“抵抗”，把这样的点串联成线，可以得到一条阻止价格继续上升的“压力线”（又称为“阻力线”）。

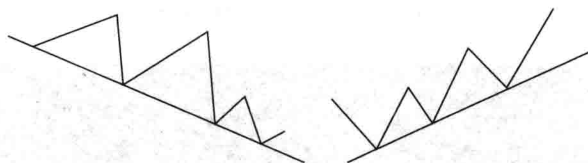


图 1-3 支撑线

常见的支撑线和压力线是移动均线，比如120日移动均线就是重要的支撑线或压力线。这是因为这条线上每个点都是连续半年价格的平均值，因此走势非常稳定。无论股价K线在这条线上还是线下运行，突破这条线的困难都很大。其实，60日、120日、200日移动均线都是如此。这些移动均线代表了股价长时间的走势。股价只有连续和较长时间偏离原来的走势和价格水平，才可能导致长期移动均线改变运动方向。[①] 顺着这个逻辑思考可以明白，在大多数情况下，每天的股价在这些长周期均线附近

① 这些较大的周期参数是常见的压力线和支撑线。其他周期参数较小的移动均线一般不具有压力、支撑作用，但对于短线操作用处较大，比如日线、30分钟线、15分钟线、5分钟线。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最经常出现的应该是两种走势形态：平淡不惊，或者上下交错波动。[①] 两者的效果都表现为均线继续保持平稳，没有很明显的转折迹象。

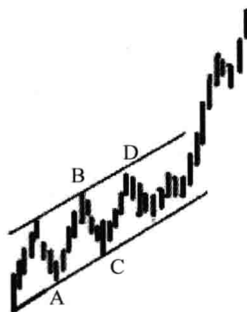


图 1-4　股价上行的压力线和支撑线

可以看出，无论是阻力线还是抵抗线，其实都是一条阻止价格朝向某个方向运动的"无形"的线。当价格从当前位置上升或下跌 50% 或 0.618 的位置时，这也是常见的压力或支撑线。此外，阶段性的最高价位也往往是阻力线，而最低价位可能是支撑线。关于这些位置为何成为支撑或压力线，各有说法，也有人认为是无稽之谈。有人将压力线和支撑线赋予了心理意义，我们引述网上一段文字，供大家参考。


阅读资料

压力线和支撑线的心理解释

一个市场上无外乎三种人，多头、空头和旁观者。旁观者又可分为持股的和持币的。假设股价在一个支撑区域停留了一段时间后开始向上移动，

① 这其实给了我们一个提示，当股价围绕长期均线出现一个方向的较大波动时，很有可能在很短的时间里，股价将出现相反的变动，至于变化时点、时间长度以及幅度，可以根据保持长期均线走势不变的假设作出粗略估计。另外，由于长期均线代表了长期的平均成本水平，要在这个价格产生较大波动，必须有相当大的交易量，所以价格偏离均线，尤其是向上突破，还需同时关注成交量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在此支撑区买入股票的多头们很肯定地认为自己对了，并对自己没有买入更多而后悔。在支撑区卖出股票的空头们这时也认识到自己错了，他们希望股价再跌回他们的卖出区域时，将他们原来卖出的股票补回来。而旁观者中的持股者的心情和多头相似，持币者的心情同空头相似。无论是这四种人中的哪一种，都有买入股票成为多头的愿望。正是由于这四种人决定要在下一个买入的时机买入，所以才使股价稍一回落就会受到大家的关心，他们会或早或晚地进入股市买入股票，从而使价格根本还未下降到原来的支撑位置时又被推上去了。在该支撑区发生的交易越多，就说明越多的股票投资者在这个支撑区有切身利益，这个支撑区就越重要。

我们再假设股价在一个支撑位获得支撑后，停留了一段时间开始向下移动，而不是像前面假设的那样是向上移动。在该支撑区买入的多头意识到自己错了，而没有买入的或卖出的空头都意识到自己对了，无论是多头还是空头，他们都有抛出股票逃离目前市场的想法。一旦股价有些回升，尚未到达原来的支撑位，就会有一批股票抛压出来，再次将股价压低。

不知大家有没有注意到，这个例子说的是股票在下跌过程中，在支撑区由于心理因素而产生的市场行为。股价在这个区域的变化对于投资者形成判断非常关键。如果出现向上移动，可能引发更多买入，反之会引发更多卖出。为什么在支撑线附近会有这么敏感的变化呢？把这个例子继续引申，当价格继续上移到压力线附近时，此时又到了价格敏感地带，无论是出现上移或者下移，可能都会引发突破阻力或者掉头返回的情况。向上突破阻力或者向下突破支撑，都表示市场出现了不同寻常的变化。如果不是这样，价格就会在压力线和支撑线构造成的一个带状区间里波动。这个带子，可能是等宽度的，也可能是前宽后窄，或者前窄后宽，可能向上倾斜，也可能向下倾斜。

这里提到了支撑位(压力位也是如此)，为何空头、多头和旁观者会在某个位置出现这种心理活动呢？为什么价格上升或下降的幅度达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

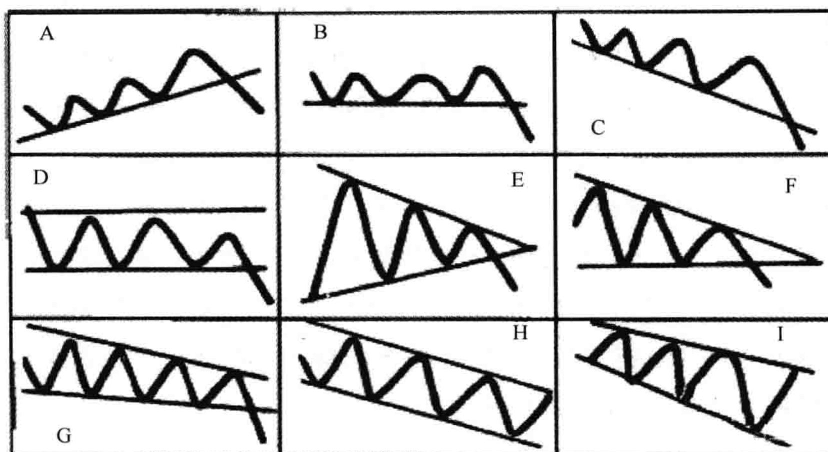


图 1-5　压力支撑带

某个位置时，较易出现遇到抵抗的情形呢？例如，黄金比例 0.618，到底是人们想象出的抵抗线（压力线）还是真的确有其事？

50% 或 0.618 倍、1 倍、1.5 倍或者 2 倍波幅变化，与斐波那契数列相关，这一串神奇数字有：0、1、1、2、3、5、8、13、21、……这个数列有个特点，从第 3 项开始，每个数字都是前 2 个数字之和。我们试着用前一项除以后一项，会得到 0，1，0.5，0.667，0.6，0.625，0.615，0.619，……这个比例越来越接近 0.618（黄金分割比例）。其实这些数字可以分为 4 组，即 0（没有变化）、1（下跌 100%）、0.5（下跌一半）和 2/3 左右（从 0.667 到 0.618）。反过来，用后一项去除前一项，会得到 1，2，1.5，1.67，1.6，1.625，1.615，……越来越接近 1.618。同样这些数字可以分为 4 组，即 1、1.5、2 以及 1.67 左右。

$$a_n = \frac{1}{\sqrt{5}}\left[\left(\frac{1+\sqrt{5}}{2}\right)^n - \left(\frac{1-\sqrt{5}}{2}\right)^n\right]$$

斐波那契数列在自然界中有很多对应的现象，而价格下跌一半、2/3 左右（如黄金比例 62%）和 100%，价格上涨 1、1.5、1.67、2 倍，是投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常见的心理价位。[①] 笔者认为，人的心理[②]只是支撑线（压力线）存在的可能原因之一。比如，当价格达到整数位或 2/3 附近时，价格容易出现反复。前者与人们的期望心理有关，觉得整数是个关卡[③]，突破会造成一定的心理冲击。后者与 3 这个数字有关，中国传统文化里，将 3 作为事物发生质变的关键点，比如“再一、再二不可再三”“一生二，二生三，三生万物”，人们有可能会把一个事物的发展（比如价格）或者重复从心理上分为三个阶段，在第二阶段之后，往往对第三阶段可能出现的情况非常敏感，从而在行为上出现分化，导致形势发生波动。“三次成趋势”已经被现代神经科学的研究所证实。[④]

笔者认为移动均线之所以成为支撑线或压力线，其主要原因可能不是心理作用。移动均线的本质代表了投资者一段时间内的购买成本，当时间足够长，而移动均线较平缓，代表了相当多投资者的持股成本。这个价格水平显然会受到这些人的极力保护，具有较强的抗跌性。压力线是由于下跌过程中，在那里积累了较多被套的投资者，这些投资者在价格重新上涨到该价位时，有些人需要解套，形成了一定的卖压。如果多头的量能不足，或者解套压力很大，则压力线很难被突破。所以，移动均线作为支撑线或压力线的原因，首先是成本因素，其次是解套压力与市场相反力量的对比关系决定的。

---

① 我们能看到许多 62% 和 38% 回调的示例。如果仔细研究图表，这样的例子能找到更多。最重要的是，交易者在寻找这样的数字。或许这是一种自我满足的行为，但是我们唯一关心的是回调位停留在 62% 的情况比你预计的要多得多。艾略特（R. N. Elliott）（波浪理论的创建者）也在很大程度上依靠斐波那契比率。区分支撑线和阻力线的自然价格比率经常是 0 和 100%。另外还有最重要的 50%、25% 和 12.5%。

② 在问卷调查中，当要求在 0 和 100 之间选一个数字时，大多数被调查者的选择结果集中在 0、38、50、62 和 100。这看来是一种自然反应，和斐波那契数列在自然界的广泛应用有关。笔者认为，人类在思维的生理构造上可能也存在自然界普遍的斐波那契数列构造，而这方面的研究还有待脑神经学家给出答案。

③ 江恩曾观察到交易者喜欢整数。集中在 5 美分和 10 美分的订单比在这两个之间的要多得多，集中在 0.5 美元和 1 美元的订单又比 5 美分和 10 美分的订单多得多。

④ 杜克大学的精神病学教授斯科特·胡特尔（Scott Huettel）发现，只要同一种刺激连续出现两次，我们的大脑就会不由自主地去期待这种刺激的第三次出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.3　移动均线——价格走势的时间坐标

移动均线上的每个点是计算连续几天、几周、几个月的价格平均值，是投资者为购买标的物（可以是证券，也可以是指数或其他可投资对象）所付出的平均成本①。为什么选择收盘价，而不是开盘、最高或最低价？有一个较为可信的说法，即过去采用的是手工记录价格，不易计算每日均价，而且数据也不容易得到，但收盘价最容易得到。这个说法无法解释为何不选择开盘价，也许这样做只是习惯和约定俗成的原因。②对于每天成交量比较大且市值不算很小的股票而言，收盘价相对而言较难操纵，也更有参考价值。计算平均值的意义在于能够降低收盘价在某个单日的剧烈波动，起到减少信息“噪声”干扰的作用——即使个别日子出现了价格异常波动，通过求平均值，它对一段时间的价格水平影响显得微不足道。经常用到的是连续5个交易日、10个交易日、20个交易日、60个交易日、120个交易日的移动平均值。它分别代表了连续一周、两周、一个月、一个季度和半年的平均价格水平。当然，你也可以把交易日换成周、月、年。但是，想象一下，如果你考察连续10周、20周、5个月或者10个月，这么长的考察周期是否具有现实意义呢？很明显，当移动平均值计算周期过长时，反而会过滤掉一些有价值的价格波动信息。

在现实的交易中，只有“买入持有”型的长期价值投资者，才可能持有一只股票长达5—10年，而机构投资者的换手率每年可能在100%—200%之间，即6—10个月换一轮，属于中短期投资者。而很多散户投资

---

① 也有人将移动均线称为成本线。

② 发明了道氏理论的道琼斯先生可能不这样认为。在他那个时代，接近收市阶段的成交量都很大，这可能意味着市场的空方和多方在当天最后交易阶段通过交易博弈，能够确定出最能代表市场均衡价格的价格水平，因此选用收盘价会较有代表性。但是，现在的交易情况并非如此，收市阶段的成交量也可能比其他时段更少，从而收盘价有可能被人为影响。股市图形研究先驱理查德·W.沙巴克（Richard W. Schabacker）也指出，公众倾向基于每天阅读晚报登载的收盘价来判断整日的交易情况，但同时也指出收盘价可能因被操控而不真实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



者持股时间甚至不足一个月。因此，很少人会以月或年为观察周期，研究连续5个月、5年收盘价的移动平均数。学过高等数学的读者知道，以日为观察周期得到的移动平均是"一阶"指标，类似于物理学中的"平均速度"。如果平均速度在不断加快，说明价格是整体上行的，周期越长，这种趋势越稳定。而以周为观察周期①，实际上是在日平均的基础上（得出一周的收盘价）再求平均值，是"二阶"指标，类似于"平均加速度"②，如果以月或年为观察周期，得到的是相对于日内价格的"三阶"甚至"四阶"指标，即便在现实世界中，年线也很少有应用价值。③

所以，从实用角度出发，我们请读者特别留意5日、10日、20日、60日和120日移动均线，也有国外投资者提出200日移动均线也很重要。我们看一下实践中产生的一些有关移动均线的"拇指法则"，见下表。

表1-1 主要的移动均线的市场意义

周期长度	移动均线类别	特点	市场意义
"一阶"指标，短期	5日移动均线（周线）	超短线操作的主要参考，通常将这条线与10日移动均线、20日移动均线等短期均线的关系作为操作信号④	早期应用较多，被认为是多方护盘中枢，如K线走势偏离此线，可能多方力量较弱
	10日移动均线（半月线）	多空双方力量强弱或强弱市场的分界线	多头的重要支撑线，如果K线越过这条线并在其上运行，证明市场中的多方力量占上风

① 周移动均线是查看中长期趋势（1—2年）的重要参考。

② 周K线上的5周均线相当于日K线上的25日均线，10周均线相当于日K线上的50日均线。也可以说，从25日均线开始，由"一阶"指标已经升级到了"二阶"指标。

③ 月K线上的5月均线相当于日K线上的100日均线，和半年线120日均线接近。10月均线相当于200日均线，和年线250日均线接近。

④ 如有5、10、20日均线构成的上升或下跌通道，5日均线下穿或上穿10日、20日均线发出买卖信号等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

周期长度	移动均线类别	特点	市场意义
"一阶"和"二阶"指标过渡，短期和中期过渡	20 日移动均线（月线）	衡量市场短、中期①趋势强弱的重要标志，在这一点上和 30 日移动均线表现一致	被用作布林带的中轨线，确定大市方向的主要指标
"二阶"指标，中期	30 日移动均线	在 A 股，这条线有很多说法，比如"庄家的护盘线"（观察庄家是否离场）"大盘指数的中期生命线"	如果个股 K 线越过这条线，说明有庄家进入。如果大盘指数中期下跌后，再次向上突破此线，则市场进入一个中期上升通道
	60 日移动均线（季线）	股价的生命线②	大多数股票价格低于这条均线，而能够站上这条线的为强势股。跌破此线，会有较大下跌空间。短中期强弱分界线
"三阶"指标，长期	120 日移动均线（半年线）	股价走势的脊梁线、灵魂线	较可靠信号，是重要的压力或支撑线。中长期强弱分界线
	200 日移动均线③或 250 日移动均线（年线）	牛熊分界线	市场进入牛市或者熊市的重要分界

上表的说法只是基于现在和过去的观察结果，仅供参考。只选择整数天数作为观察周期，主要是因为计算方便。其实 30 日移动均线可能

① 短期一般指 1—3 个月，中期是 3—6 个月。

② 每季度上市公司要公布季报，基金公布基金持仓情况，应特别留意季报公布时段的 60MA 变化。60MA 是一个中长线的均线，低于生命线，可能出现企业基本面变化或者大量减持，也可能是市场情绪化的杀跌引起的。生命线具有很强的支撑和压力功能，很多时候超过生命线一定比例，则很有可能是短期的获利了结点，尤其是短期的快速拉升之后。60 日线也被认为是市场主力的成本线，跌破则可能进入熊市，因此也被称为牛熊分水岭。欧美多用 50 日移动均线，认为这是强支撑或强压力线和市场牛熊标志线。

③ 200 日移动均线，是葛兰碧（J. Granville）专心研究与试验移动平均线系统后着重推出的，但在国内运用不甚普遍。比如有美国投资者认为，50 日移动均线向下穿过 200 日移动均线代表熊市到来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和25日或40日移动均线的区别不大，而30日均线和60日均线的作用也很接近。这些都来自一些人长期实践的经验[①]，除非是其背后有基本人性因素的支持，否则经验往往会随着时代的变化而改变。[②] 这些移动均线和其他技术指标一样，都有可靠性问题。由于无法彻底杜绝市场操纵，对于一些庄家高度控盘或者市值过小的股票，观察周期较短的移动均线[③]极有可能得到失真信号。简单地依靠这些经验法则进行市场操作的风险非常高。

1.4 重要参考指标

如果K线、移动均线和支撑压力线就能概括技术大咖的十八般武艺，那也太让诸位看官失望了。其实，技术分析的外在表现最为耀眼，技术分析有四大要素：价、量、时、空，光是各类技术指标就能让你眼花缭乱。然而，那些东西就像武库中的各式兵器，使刀抡剑，拔枪弄棒，即便形式变幻无穷，其实用处却都很相近。很多指标之间有着千丝万缕的联系，有些甚至就是衍生产物，如果你什么都想耍两下，不仅无法精通，最糟糕的情况是搞得自己晕头转向。耍枪扎到自己脚指头的事情，并非少见。

各种技术指标实难尽数，有兴趣的朋友可以找来诸如技术指标大全之类的书查阅。我们只介绍几个重要技术指标。

VOL

成交量，这是最简单易懂的指标，甚至算不上技术指标，指的就是

---

① 比如A股的中级行情多数是一个半月的周期，因此30日线得到了广泛使用。有些操盘手甚至认为30日线是大部分“黑马股”拉升时重要的生命线，股价跌破则意味行情结束，这些说法具有明显的经验成分。

② 有人认为大参数通常以斐波那契数列中的55、89、144、233和其他的数字如72、113、187、288、384、576、748等运用较为有效。这些大参数从数学上讲蕴涵了时间之窗、黄金分割的原理，也是市场上大的时间周期的市场平均成本和成交量的堆积所在。

③ 短期均线容易被操纵。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 分钟、5 分钟、15 分钟、30 分钟、半天、当天、当周、当月、当年的某只股票或大市成交量。最基础的经济学法则就是需求决定供给，在股市中，成交量表达了需求和供给的规模，最终供需平衡体现在了成交的价格上面。价格不过是成交量的结果和表现，如果我们把重点全部放在观察和研究价格上，则难免犯缘木求鱼和"一叶障目，不见森林"的大错。所以，成交量无论如何强调都不过分，它和价格是一对"孪生兄弟"。

成交量的变化可以分为逐渐放量、逐渐缩量、突然放量等。通常应该将价格和成交量放在一起对照着看。我们把价升、价跌、量增、量缩进行排列，可以得到（价升，量增）、（价升，量缩）、（价跌、量增）、（价跌，量缩），如下图。

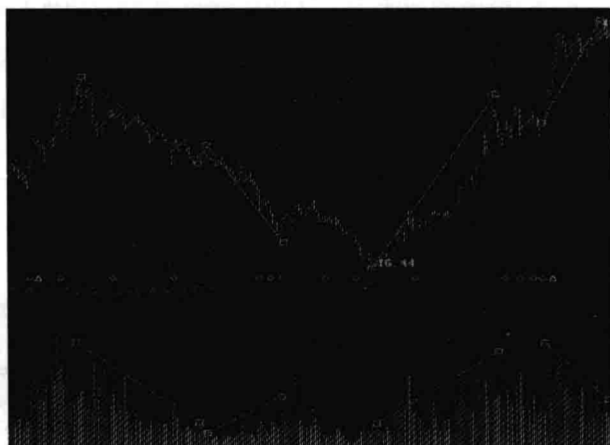


图 1-6　成价组合的四种形态

一般来说，量价的变化一致，有助于维持既有的价格走势。特别是交易量，反映的是交易活跃程度，它是排在价格之前的先行指标，一旦出现与价格方向相反的变化，则价格很难继续维持原先的走势。而在价格突破的时候，尤其要注意交易量的大小，需警惕欺诈性的假突破，因为被高度控盘的股票只需很小的交易量就可以产生很大的价格波动。交易量代表的是现金实力，在资本市场上，现金为王，价格有时可以欺骗人，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易量是由真金白银支撑的，作假的成本非常高，因此，成交量是一个较可信的指标。

当然，你还可以加入价平、量平进行讨论，但一般这些情形并非关注重点。

MACD

MACD（Moving Average Convergence Divergence），即“指数平滑异同移动平均线”，利用两条长、短期的移动平均线，计算二者之差离值，用来研判价格走势。两条移动平均线分别是快速指数平滑移动平均线（EMA1）和慢速指数平滑移动平均线（EMA2）。两者之差连成线，成为 DIFF[①] 线。另一个指标是 DEA 线，它是 DIFF 线的 M 日指数平滑移动平均线，M 是参数，根据需要选定。MACD 就是 DIFF 与 DEA 的差值。

下图是一个常见的 MACD 图形，我们在上面可以看到转向速度较快的那条线是 DIFF 线，速度稍缓的是 DEA 线，零轴上下的柱状体，表示的是 2 倍的 MACD[②] 的大小和正负。

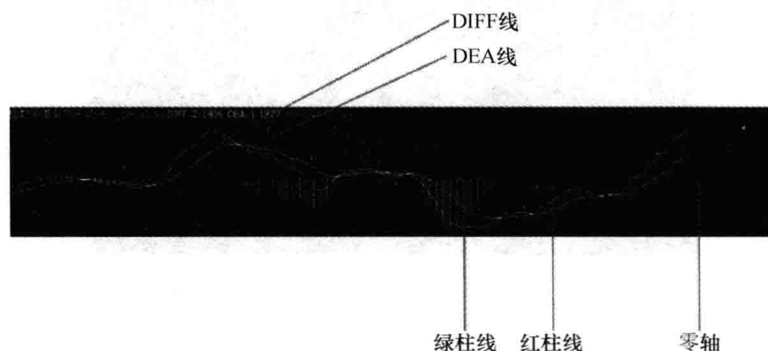


图 1-7　MACD 的结构

使用指数平滑移动平均而非简单的算术移动平均，是因为后者可

① DIFF 就是英文差值的缩写形式。
② 有些软件使用的是 1 倍 MACD。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能对于价格的反应不够敏感而落后于价格走势的变化。

理论上，在持续的涨势中，DIFF 会越来越大，向上远离零轴；反之，在持续跌势中，DIFF 也会越来越大，向下远离零轴。而在行情开始转变时，DIFF 将会缩小而逼近零轴。

图 1-7 中的柱体表示的是 DIFF 和 DEA 之间的差值 MACD，为了容易看，放大了一倍。为了方便描述，我们就将其视作 MACD，这个指标和 DIFF 一样，非常重要。正常情况下，无论是正常的涨势还是跌势，都应该表现为 DIFF 越来越远离零轴，DIFF 和 DEA 的差值也越来越大，即 MACD 也越来越大（涨势为正，跌势为负）。这是一种内在的动量，代表的是涨跌的速度保持或进一步扩大。在这种情况下，自然可以维持原有趋势。但是，假如虽然在涨（跌），但是 MACD 却在慢慢变小，说明其中促进涨（跌）的力量开始产生反向变化，涨（跌）的动力出现不足。这也表明做多和做空的力量正在发生转变，并影响到后续的走势。所以，MACD 是指示多空力量变化的指标。

BOLL

BOLL 指标又叫布林带指标，其英文全称是“Bolinger Bands”，这是一个利用统计原理给出股价最大可能波动区间的技术指标。我们知道，在统计学的正态分布中，研究对象一般出现在均值两侧的一定范围之内。研究对象落在均值两侧 3 倍标准差范围内的概率为 99.73%，以我们研究的对象看，基本上可以认为这个范围覆盖了所有可能性。研究对象落在均值两侧 2 倍标准差的范围内的概率为 95%，已经足够代表绝大多数情况了。股票价格也有类似的特点。[①] 如果超出了这个范围，就是小概率事件。如果发生了小概率事件，要么只是偶然因素导致的异常

① 由于价格的非正态分布，两个标准差意味着有 87% 的价格数值将会位于布林带以内，也就是说，100 个价格数值中有 13 个在布林带的上下轨之外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现象，要么就是研究对象发生了根本性变化。布林带一般使用的均值是20日移动平均线，这是一条短中期的重要趋势线，作为中间值，称为中轨。标准差D由过去20天的收盘价变化计算出，乘以2，然后用中间值加减2D，就可以分别得到分布在中轨上下两侧的两条线，分别成为上轨和下轨。从统计学定律上讲，股价基本应分布在这个上下轨构成的带里，因此上轨和下轨也就分别成为阻力线和支撑线了，如下图。

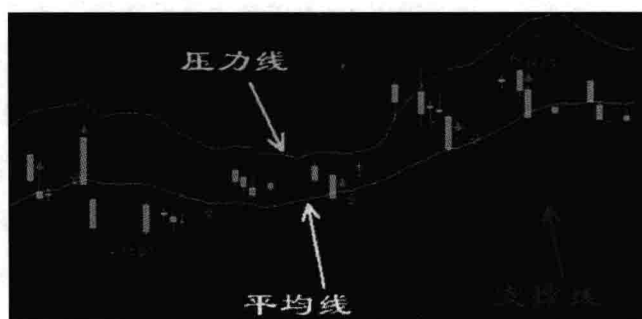


图1-8　布林带的结构

由上下轨构成的价格走势波动带显示了股价的安全高低价位，所谓安全，实际是说，价格落在这个上下轨范围内是大概率事件，超出范围的话，要么是走势发生了根本性变化，要么就只是一个小概率事件的异常价格运动，稍后还会回到正常的区间。这是一个曲曲弯弯、粗细不均的带子，像塞满东西的大肠，上下范围不固定，随股价的滚动而变化。这条带状区的宽窄，随着股价波动幅度的大小而变化，股价涨跌幅度加大时，带状区变宽；涨跌幅度狭小时，带状区则变窄。带状区变宽，表明多方或空方的博弈激烈，价格与中轨均值差距大的情况增多了；反之则带状区变窄，但也有可能只是“大战前的寂静”表象。

KDJ

随机指标(KDJ)是一种进行短中长期趋势波段分析研判的较佳的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技术指标,综合了动量概念、强弱指标(RSI)和移动平均线的优点①,用来度量股价脱离价格正常范围的变异程度。KDJ 是 3 个指标,计算公式如下:

当前收盘价与 N 日②最低价的差距:AX = 当前收盘价 - N 日以来的最低价

N 日最大价格变幅:BX = N 日以来的最高价 - N 日以来的最低价

当前收盘价在 N 日内的变幅比例:RSV = AX/BX × 100

$$K = 2/3 \times \text{前一日 } K + 1/3 \times RSV$$

$$D = 2/3 \times \text{前一日 } D + 1/3 \times K$$

$$J = 3D - 2K$$

K 值和 D 值公式表明,这两个指标都是经过迭代计算后得到的,而第一次计算时,皆采用 50。因此,K 值和 D 值也将 50 作为一个比较基准。K 和 D 的取值范围都是 0—100,80 以上被定义为超买区,20 以下为超卖区。



图 1-9　KDJ 的结构

我们有以下的常规判断标准:

(1) 当 K 值在 50 以下,形成一底比一底高的现象,并且 K 值由下向上连续两次交叉 D 值时,股价会产生较大的涨幅。

---

① 主要研究高低价位与收盘价的关系,即计算当日或最近数日的最高价、最低价及收盘价等价格波动的真实波幅,充分考虑了价格波动的随机振幅和中短期波动的测算,使其短期测市功能比移动平均线更准确有效,在市场短期超买超卖方面,又比相对强弱指标 RSI 敏感。

② N 为参数,一般常用的 KDJ 参数有 5、9、19、36、45、73 等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(2) 当 K 值在 50 以上,形成一顶比一顶低的现象,并且 K 值由上向下连续两次交叉 D 值时,股价会产生较大的跌幅。

(3) K 值和 D 值大于 80,短期内股价容易向下出现回档;K 值小于 20,短期内股价容易向上出现反弹。[①]

(4) J 值信号不常出现,当大于 100 时,股价会形成头部而出现回落;J 值小于 0 时,股价会形成底部而产生反弹。

OBV

OBV 利用股价和股票成交量的指标来反映人气兴衰,按照股价的涨跌将成交量分为正负,并进行累加运算。OBV 指标(俗称能量潮[②])由美国投资专家葛兰碧提出,他认为:成交量才是股票市场的基本,股价只不过是它的表征而已,因此成交量通常比股价先行。

OBV 指标的贡献在于,它将成交量与价位的关系予以数字化,使之成为买卖双方人气强弱的重要参考。光看量,或者只看价,都是没意义的,这是一个必须和股价走势对照着看的指标。

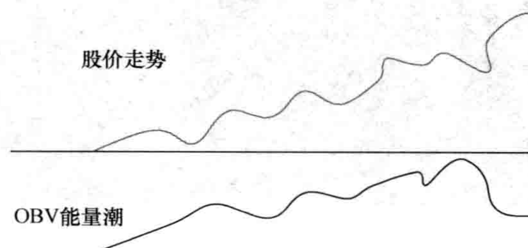


图 1-10 能量潮示意图

为了提高 OBV 的准确性,现在多采取多空比率净额这个公式对其进行修正:

---

① 由于 K 值通常变化比 D 值快,当 K 大于 90 或小于 10 时,股价易出现回档或反弹。

② OBV 以"N"字型为波动单位,并且由许许多多"N"型波构成了 OBV 的曲线图,对一浪高于一浪的"N"型波,称其为"上升潮"(UP TIDE),至于上升潮中的下跌回落则称为"跌潮"(DOWN FIELD)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多空比率净额 = [（收盘价 - 最低价）-（最高价 - 收盘价）]
÷（最高价 - 最低价）× 交易量

从公式可以看出，右边第一项是计算当天做多和做空两方在价格上的差距（以收盘价和最高价、最低价进行比较，正数是多方占优势，负数是空方占优势），第二项是当日成交量。两项相乘作为多方或空方的力量。由于采用收盘价作为判断基准，所以仍需注意收盘价是否能够代表当天的交易情况，以避免信号失效。

OBV 线缓慢上升，表示买方力量逐渐加强。当股价上涨，OBV 指标同步向上，表明市场的持仓兴趣在增加。OBV 线急速上升时，要警惕做多力量是否能够持续。股价上涨但 OBV 指标同步呈向下或水平状态，实际上是上涨动能不足，大盘或个股的向上趋势都将难以维持。当股价下跌且 OBV 指标同步向下，反映下跌动能增加，市场做空能量的释放必然会带来股票价格大幅下行。当 OBV 线下滑而股价上升时，说明买方力量薄弱；如果 OBV 上升而股价下跌，表明有人逢低接盘。当股价下跌而 OBV 呈水平状态，说明股价缩量下跌。①

RSI

RSI 是用来表示股票走势强弱的指标，观察的是连续 N 日（可变的参数）内收盘价的涨跌，以此表示市场对该股做多和做空的态度和气氛。计算公式是：

RSI = 100 × RS/（1 + RS）

其中 RS = N 天内收市价上涨天数之和的比例/N 天内收市价下跌天数之和的比例。②

RSI 的变动范围在 0—100 之间，强弱指标值一般分布在 20—80。

① OBV 呈水平状态，首先表现为目前市场的持仓兴趣变化不大，其次表现为目前的大盘或个股为调整状态。

② 假如 N 取 14，将 14 天内收盘价上升的天数相加，除以 14；将 14 天内收盘价下跌的天数相加，除以 14；上面两个数字相除，可得出相对强度 RS。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是一个相对的划分标准。有的投资者把它们取值为30、70或15、85。一般而言，RSI的数值在80以上和20以下为超买超卖区的分界线。

当RSI值超过80时，则表示整个市场热度高，多方力量远大于空方力量，双方力量对比悬殊，多方大胜，市场处于超买状态，后续行情有可能出现回调或转势。当RSI值低于20时，则表示市场气氛较清淡，卖盘多于买盘，空方力量强于多方力量，空方大举进攻后，市场下跌的幅度过大，已处于超卖状态，股价可能出现反弹或转势。

短期RSI是指参数相对小的RSI，长期RSI是指参数相对较长的RSI。当短期RSI线在低位向上突破长期RSI线时，称为“黄金交叉”，被技术分析派视为买入信号；当短期RSI线在高位向下突破长期RSI线时，一般为RSI指标的“死亡交叉”，为卖出信号。

强调技术指标的重要性，多是从技术分析这一理论的整体角度而言。运用这些技术手段，心中必须明白，这些技术分析的理论和指标都有自身的弱点和缺陷。因此，单独使用某一种指标会有很大的盲目性和局限性，直接的后果是引起判断失误，投资（投机）失败，所以对于一个老练的技术派股民来说，通常掌握了几种重要的技术分析的手段，综合考察，多角度思考，但能否发挥多种技术分析的优势，才能立于不败之地，就是另外一个故事了。

第二节　守候时间玫瑰的价值投资者

我喜欢在不看价格的情况下去研究投资本身，因为在你盯着价格时，它就会自然而然地影响你的投资决策。

——沃伦·巴菲特

在国内，价值投资绝对可高居江湖第二大流派，然而价值投资者却

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"曲高和寡"。时间的玫瑰似乎开放的时间并不长久,而等候则可能是漫长的。你愿意用一辈子的时间换取一刻的辉煌吗?价值投资者是值得尊敬的"苦行僧",他们必须拥有常人所不具备的信念和耐心;必须有"能撑船"的肚量,抱定最后成功的孤注一掷。价值投资者首先必须战胜自我,这种定力,是内功心法,对于成功投资已经足够。当然,作为价值投资者,必须强调不以一时成败论英雄。如果你能够打败自己,和时间死拼到底,还有什么事情是不可成就的呢?

价值投资还可以细分为很多派别,无论有多少细微差别,他们最大的共同点就是相信自己能够找到值得长期投资的好公司,然后和时间赛跑,和这些公司共同成长,最终获得不菲的投资收益。抛开分析和筛选的水平不谈,价值投资者的真正对手只是自己和时间。知己者明,胜己者强,没有坚忍不拔的毅力,是无法成为价值投资者的。这是价值投资的真正闪光点。无论是选择低估值股票,还是选择高增长股票,其实都属于价值投资一派。

2.1　格雷厄姆 + 费雪 = 巴菲特

提到价值投资,恐怕大家首先想到的人就是沃伦·巴菲特,尽管他是更早期的价值投资者本杰明·格雷厄姆和菲利普·费雪的弟子①,但是,随着时代变迁,人们选择了他,将他列入价值投资神殿供奉。

价值投资,用最通俗易懂的话讲,就是投资物有所值的标的物。投资成本与投资收益相比,差距越大,就越值得投资。这个说法看上去十分直白,这是最朴素的价值投资理念,也是格雷厄姆的投资原则。这个差距就是投资的"安全垫",垫子越厚,投资者越安全,投资回报越大。按照这个逻辑不难得出结论:寻找价格最低的好的投资标的。

---

①　沃沦·巴菲特曾说格雷厄姆是除了自己父亲之外对其影响最大的人,认为格雷厄姆的思想,从现在起直到100年后,将会永远成为理性投资的基石。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以把这个结论分成两部分来看。首先是好的投资标的。格雷厄姆把投资股票看成是买公司，从商业角度入手，通过仔细研究企业财务报表来筛选好企业。这个做法后来被巴菲特继承并发扬光大了。其次是价格最低。俗话说，好货不便宜，便宜没好货。要找又便宜又好的企业，需要沙里淘金的真本事。这个维度较难把握，巴菲特后来对其进行了修正。格雷厄姆的另一个投资原则——多样化分散投资，则没有被巴菲特采纳。

为何价值投资教父级别的大牛都没有选择其他投资方法呢？花费大量时间精力研究企业财务报表和产业发展环境，需要掌握很多研究方法，精通会计，这是多数投资者不具备的能力。现在无法了解格雷厄姆为何没有选择走技术分析路线，但是他的论述显然表明，他对于市场心理的认识是非常深入的，是他发现了"市场先生"。对于市场中的情绪波动，格雷厄姆说，股票市场中好像有一个"市场先生"，他的情绪很容易狂躁不安，有时会过度乐观，有时又会过度悲观。如果你仅因为"市场先生"夸夸其谈就付诸行动的话，你一定会输棋。最好滤去杂念，把精力集中到企业的内在价值等基本因素上去。投资者必须有耐心、有原则地等待正确的买入机会，坚持价值投资的原则。从短期看，市场是一台投票机；但从长期看，它是一台称重机。

此处请允许笔者吐槽一句，如果市场真是一台称重机的话，那它就是一台从未校准过的称重机。指针只是在"真实体重"量值附近摆动，有时甚至非常离谱，极少给出稳定精确的测量。

好吧，让我们转向另一位价值投资泰斗——费雪。为了对上面两位价值投资大侠做个区分，我更愿意称格雷厄姆的方法论为"静态型价值投资"，而费雪的方法论则为"动态型价值投资"。因为前者更强调当前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阶段的投资标的"物美价廉",而后者更关注投资标的的"未来成长性"[①]。除此之外,费雪也反对多样化分散投资,他坚持集中投资。如果要说两位大师的共同点,那就是他们都坚持认为:价值投资的基础在于深入研究和分析投资标的。说句玩笑话,费雪更像是一个持剑游走的大侠,与枯燥的案头研究相比,他似乎更热心走访和闲聊式的实地调研。这样说,并不意味着他是不讲究原则的人,他提出的一些投资禁忌,很值得借鉴。例如,不买处于创业阶段的公司(虽然这个阶段的公司更具成长性),买进真正优秀的成长股时,除了考虑价格,不要忘了时机因素。不要跟随大众起舞。后面这两点,体现了费雪对于市场趋势和市场情绪的警醒。

同样是价值投资,格雷厄姆更看重安全和红利,而费雪更看重未来成长和资本增值空间。这对于将两人奉为恩师的弟子巴菲特来说,如何博取两家之长而回避矛盾冲突,实在需要更大的智慧。巴菲特用一句话总结了他的选择:"我的血管里85%流着格雷厄姆的血,15%流着费雪的血。"[②]

巴菲特是怎么博采众长的呢?在基本面研究方面,他融合了格雷厄姆和费雪两人的关注重点和方法。据媒体报道,在巴菲特不大的办公室里没有彭博终端这样的设备,却有大量分门别类整理的公司年报。而从巴菲特亲自前往牛排屋点算消费者使用美国捷运卡的情况后作出投资决策的例子,你能够清晰地看到费雪的影子。巴菲特也更强调安全,他对投资要点的强调就是三点:安全,安全,还是安全。[③] 然而,巴菲特不再像他的老师那样"捡别人丢弃的烟屁股"来保证自己的投资安全,而

---

① 有人将费雪称为"成长股价值投资之父"。

② 有人认为这种偏离造就了极限收益(44年,年均21%),再高的收益则花费精力过多,很难长期坚持,比如彼得·林奇13年复合回报率29.3%。

③ 巴菲特认为只投资自己熟悉的领域,可以提高投资安全性,这个概念就是投资者的能力范围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是自创了一个新概念——“护城河”。巴菲特早期投资失败让他意识到应该以合理的价格买进绩优企业，而不是以便宜的价格买进平庸的公司。

所谓“护城河”，指的就是能够保证企业长期领先的核心竞争力难以被模仿和超越，换言之，即可持续的竞争优势。巴菲特提出这个概念有两个维度：“护城河的深度”——竞争优势（资本回报率）和“护城河的宽度”——优势能够持续的时间。两个维度必须同时满足，“护城河”的价值在于能够增加企业价值，因为它能让企业永久地保持盈利状态。

巴菲特认为投资成功的重要原因之一是基于公司的长期增长能力而非短期股价的市场波动。他提出要能够免除市场的诱惑，最好的办法就是将格雷厄姆的“市场先生”理论铭记在心。

表 1-3　价值投资大师的业绩表现

大师们	公司名称	统计时报	年限	收益率（年比）	剔除浮层金（约 1.5 倍杠杆）	同期标普指数
沃伦·巴菲特	合伙企业（青年）	1956—1969	14 年	29.4%	约 29.4%	
	伯克希尔（中年）	1970—1998	29 年	26.2%	约 17.5%	13.4%
	伯克希尔（晚年）	1999—2010	12 年	8%	约 5.3%	
	伯克希尔	1970—2010	41 年	20.6%	约 13.7%	
彼得·林奇	富达基金	1977—1989	13 年	29%		14.5%
塞思·卡拉曼	Baupost Group	1982—2009	27 年	19%		10.7%
		1998—2008	10 年	15.9%		1.4%
约翰·聂夫	温莎基金	1964—1995	31 年	13.8%		10.52%

价值投资流派众多①，但基本逃不出上面三位大咖的范畴，后来的塞思·卡拉曼、约翰·聂夫、欧文·卡恩、彼得·林奇、沃尔特·施洛斯、

① 本书将格雷厄姆的投资风格归入“古典价值投资”，而将成长股投资也列入价值投资，理由是费雪属于偏重成长股的价值投资大师，格雷厄姆偏重安全，费雪偏重成长，价值投资涵盖这两个维度，只是比重不同而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乔尔·格林布拉特、席若斯①等人，无非继承了前人的衣钵，并随着时代的前进而加以完善。“市场先生”、安全边际、“护城河”已经成为价值投资理论体系的核心概念。

2.2 中国的“巴菲特”们

在中国，巴菲特式的“买入持有”型价值投资被奉为正朔。但是，对这一类价值投资的褒贬不一，更多的人提出质疑，认为目前中国股市环境不具备价值投资的条件。但斌被认为是巴菲特的中国传人，他也许是中国硕果仅存的一位古典价值派投资者。

但斌是一个曝光度较高的基金经理，出版过一本专门论述自己的投资哲学的书。② 但斌重仓贵州茅台的做法，在近年白酒行业处于下行周期的背景下，颇多非议。有人专门研究过他的投资风格，认为“伟大的公司”是其投资的一个重点，另一个原则是“买入并长期持有”。但斌似乎认为选择了伟大的公司，然后耐心持有，就能够穿越周期、穿越企业、穿越历史。但斌自述其投资理念是“我认为应当坚持我认为正确的投资方法，选择具有长期成长性的行业，选择王冠上明珠一样的企业进行长期投资”。

如果解析这句话，你会发现这样做很难。长期成长性如何厘定？明珠一样的企业的标准是什么？这需要能够洞穿历史和未来的战略高度和慧眼识金的辨别能力，其基础在于真正了解自己所选择的产业和企业。事实上，我们很容易找到的是不符合上述原则的企业，比如周期性

① 温莎基金每年领先市场3%以上，长达31年；卡恩担任格雷厄姆助手长达27年之久；施洛斯掌管的有限合伙投资公司经历了18次经济衰退后，仍为股东赢得了20%的复合回报率；席若斯担任格雷厄姆公司的分析员，从300万美元起步，很快做到1.3亿美元，年回报率18.9%以上；乔尔·格林布拉特将价值选股做成量化交易模型，20年内创下年均40%的回报率。

② 2007年10月在山西人民出版社出版投资札记《时间的玫瑰》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业，比如绝大部分企业。其实，但斌最值得佩服的是他的执着精神。



图 1-11　贵州茅台日线图

从 2012 年 10 月 19 日的最高点 221.97 元，贵州茅台一直下跌到 2014 年 1 月 8 日的 103.31 元，价格腰斩了一半以上，时间长达 14 个月。其中有过反复，也有裂口下跌的惨状，相信但斌自己也心如刀绞般的难受（从他后来不遗余力地为这只股票打气可以感受到）。到本书完成时的 2014 年 10 月末，时间又过去了近一年，而价格反弹仅仅 50%，要想回到 222 元的高位，路漫漫其修远兮！

这真是一只饱经时间摧残的“玫瑰”，有人戏谑地称之为“时间的玫瑰”。但斌执着于长期投资茅台股份，按笔者揣测，他即便不是一个嗜酒的人，也应该对白酒行业和中国文化有着超出常人的深入研究。至于伟大的企业，从事过制造企业十多年管理的笔者，也很难认可这个概念。一个企业可能在某段时期很成功很辉煌，但要保持几十年甚至百年卓越，这是并非只靠企业自身努力就能达到的成就。① 但斌的风格更接近

① 罗伯特·卢金斯等人对战后 40 年 6772 个工业公司的业务表现做了实证研究，发现只有 5% 的公司取得了 10 年以上的优异表现，只有 0.5% 的公司取得了 20 年的优异表现，只有 3 家公司的优异表现延续到了 50 年。所以，大多数价值投资的持有年限应不超过 10 年，而且你必须能够筛掉 95% 的公司，选对投资对象。这很难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于费雪，据说他看重成长性，至于他定义的长期是多长，外人难以揣测。无论成长性还是长期，其实都应该有清晰的数量概念，而伟大与不够伟大，则相对主观，可以仁者见仁、智者见智。

但斌说："价值投资不需要任何借口"，"我不是在与跑得比兔子还快的那些投资者赛跑，我是在孤独地与时间赛跑"，"一个和尚去面壁，一直坐在那里，10 年、20 年，他就成了高僧，可是有多少和尚成了高僧呢？打坐是多简单的一件事，但坚守下来又是那样困难"，"一个人在市场里的输赢结果，实际上是对他人性优劣的奖惩"，"巴菲特之所以伟大，不在于他在 75 岁的时候拥有了 450 亿的财富，而在于他年轻的时候想明白了许多事情，然后用一生的岁月来坚守"。

价值投资，最考验人的是忍耐力，这是基本功，不为诱惑所动摇，这个基础守不住，再高超的能力也终将一事无成。无论如何，这一份执着坚守，都不是平常人能够做得到的。在这个意义上，但斌是最接近巴菲特的中国价值投资实践者。我们不必过多苛责，投资风格是非常个性化的，但斌属于价值投资一派，而他的风格属于他自己。

除了但斌，国内的价值投资名流里还有李驰①、刘明达、李剑、石波、赵丹阳、董宝珍等人。中国的投资者提出"市场不会额外创造价值，靠市场波动赚钱和在澳门赌博没有区别"（刘明达）是需要勇气的。与但斌相比，刘明达的投资理念似乎更接地气，他提出的"持有三年可以安享其成长"的组合构建原则，给出了明确的时间判断标准。李剑提出并倡导"好股、好价、长期持有、适度分散"的 12 字价值投资策略，以及"高成长、护城河、低股价"的好股标准，并提出从产品角度严格选股的四项标准："产品独一无二、产品供不应求、产品量价齐升、产品永不过时。"如果以但斌为参考点，石波的投资理念的理想主义色彩似乎更浓厚，他

① 曾出版《中国式价值投资》（中国人民大学出版社 2010 年版）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提出："要投资伟大的企业，因为这些伟大的企业显著改善了人民的生活，使社会更加进步，这使投资成为很有意义的事情"，"我不考虑战胜市场、战胜别人，战胜自己就可以了，至少战胜自己的信念，战胜自己的弱点、恐惧和贪婪"。他有自己的一套选择价值型伟大企业和成长型伟大企业的方法。

奉行价值投资的人，非寻常人可比，那份定力就很难学到。而选股技术，更是需要扎实的基本功。在所有投资流派里，价值投资可称得上是"高大上"了。笔者以为，在当今企业无假不做，信息严重不对称，监管乏力的情况下，对于分辨什么企业"伟大"到值得长期持有(当然期限也是难以确定)，实在是无能为力。

反对价值投资的人，往往要拿这些代表人物的"业绩"说事，我们看看诸多吐槽人士的说法：

截止到2013年11月8日，但斌管理的东方港湾马拉松7年(2007年2月28日至今)总收益率9.54%，年均收益率1.36%，不如银行的一年期存款利率。①

李驰被认为是中国"复制巴菲特"最成功的三人之一，其2008年以来成立的深国投·同威系列基金，累计收益率(截止到2010年底)在4.24%—7.89%之间，远远跑输同期沪深300指数。还有3只基金缩水20%左右。

董宝珍2013年重仓并加杠杆买入贵州茅台，其管理的否极泰基金净值从年初1元多，缩水到年底的0.35元。

了解巴菲特的人都知道，他的价值投资特点是越是熊市，业绩越是光芒四射。2001年巴菲特亏损6.2%，2008年亏损9.6%，在他44年的投资生涯中，有8年是亏损或微利，但同期市场都是大跌，投资者亏损累

① 成立于2003年1月的赤子之心价值投资基金，截止到2013年11月底的累计收益率超过了900%，而当年收益率也高达25%以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

累。牛市几乎可以让任何流派的人赚钱，熊市才是试金石，只有时间才是试金石。

内地著名的基金经理邱国鹭指出，价值投资有其特定的适用范围和条件，认识价值投资的局限性是成功投资的必由之道。他选择了投资低估值股票。在他操盘的两三年里，也曾赢得优良业绩。然而，漫长等待的煎熬终究没能让他坚守到最后一刻。笔者深谙人性的弱点，知道坚守寂寞、无奈甚至讥讽、谩骂，克制内心的冲动、诱惑、恐惧是多么困难。人们不应苛求太多，对于价值投资苦行者，无论输赢，都值得每个人学习。

2.3 欧奈尔的 CANSLIM

笔者在写这一章时，对于选择哪些代表性人物颇为踌躇。前面提到过的价值投资派，几乎得到了公认。而欧奈尔[①]、德雷曼等人，是否能够列入，还有许多分歧意见。

这一节先谈谈欧奈尔的 CANSLIM 选股系统。CANSLIM 侧重投资处于加速成长阶段的成长股，而在操作上也讲究看图，并自创了一种上升过程中盘整和回调后再突破的“勺柄状”价格走势形态。如果欧奈尔不亮出他这后一手，我们还真得将其视为价值投资派。因为他的 CANSLIM 法则确实侧重于企业的基本面研究。具体来说：

C = 当季每股收益

• 当季每股收益应该同比大幅上涨，越高越好。[②] 在购买股票之前，可以尝试推算接下来的一两个季度的获利水平。

---

① 有人认为欧奈尔属于趋势成长派。他研究了百年来大牛股的基本面特征和价格形态，得出了 CANSLIM 选股法。

② 许多成功的投资人都将当季每股收益增长率达到25%或30%作为选择股票的最低标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 为避免由于季节性导致的扭曲，应该将公司的每股收益与上年进行同比分析，但也需警惕连续两个季度的收益大幅回落。

• 寻找当期收益大幅增长的股票，忽略昙花一现的巨额盈利，应该是真实的高质量增长，同时考虑销售额同步增长情况。

A＝年度收益增长率

• 检验公司过去三年的收益稳定性，要考虑到公司收益的质量、公司本身质地，下一年每股收益预测也应该是增长的。

• 好股票在过去三年里的每股收益都应该较上一年度有显著的增长（25％以上）。

N＝新公司、新产品、新管理层、股价新高

• 寻找那些开发出新产品或推出新服务或者是行业环境发生新变化的公司。

• 已从有效的价格调整形态中突破出来，而且成交量增加，并接近或已经创下价格新高。

S＝供给和需求

• 管理层增持、回购、低负债率。

• 小盘股由于股数相对较小，市值小，容易受到资金的关照。

• 单日成交量是一个很重要的指标，上涨放量，下跌缩量更好。

L＝领军股

• 只在同行业股票中最好的两三只股票之间进行挑选。选择行业中业绩优秀公司的股票。在市场调整阶段寻找抗跌的领军股。

• 佼佼者并不一定是指规模最大或者是品牌最为知名，而是指季度和年度收益涨势最强，股权收益率和利润率最高，销售额增幅最大，股价上涨也有活力。这一类公司通常会独树一帜，有卓尔不群的产品或者服务，而且能从那些老牌、缺乏创新的竞争者手中得到更多的市场份额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

I＝机构认同度

• 分析机构投资者的数量和质量，选择可信任机构的认同度高的股票。选择机构认同度在上升的股票。

• 机构认同度意味着具有市场流动性，但应回避被机构投资者“过量持有”的股票。一旦该公司出现不利状况，可能出现竞相抛售。

M＝判断市场走势

• 股票市场都有周期阶段，牛市行情和熊市行情都不会轻易结束。

• 下跌33%需要回涨50%才能持平，因此要尽量保持你持有组合已经赚取的利润。

• 在市场跌势中要学会保护自己，在一轮空头行情开始的时候你真正能做的其实只有两件事：抛开股票离开市场或者卖空。

• 盯紧领军股，当领军股开始走势异常的时候，大盘可能快要出问题了。要顺势而为，不可逆市场趋势投资。

• 对比分析行业中的其他股票，有板块效应才投资，这样更加安全。

从上面的描述可以看出，其中三条明显带有基本面分析特征，而其余四条明显和市场走势和市场环境有关。欧奈尔用这套选股方法在牛市中表现得相当出色，在熊市时则很难有用武之地。欧奈尔也承认，自己所买入的股票中只有10%—20%是真正的牛股。

在中国也有欧奈尔的信从者，比如启明（李坚），他对CANSLIM进行了中国化的修正——讲求基本面和技术面双突破。其中，基本面突破是指企业进入高速成长期，业绩大爆发；技术面突破是指股价突破历史新高（进入主升浪阶段），在盘整突破的时候买入。其核心思路就是找到高成长的行业，结合政策和时代发展的趋势去寻找基本面爆发型的行业和企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所谓基本面突破，是建立在企业处于快速成长期这个前提之上。在企业的成长期里，企业已经度过创业时的摸索期，生存已经不是问题，主要应解决企业如何发展壮大的问题。企业新产品从投入期转入成长期的标志是销售量、销售收入的迅速增长，一般也会出现净利润快速增长。这时候一边是公司业绩不断的提升，每股收益不断提高，一边是因为公司表现出来的高成长性，市场会对其估值不断提高，给予一个较高的估值水平，这样公司的股价在每股收益与市盈率双重提升的带动下，往往走出惊人的涨幅。此时要关注的企业基本面指标，主要有主营业务收入增长率（比如大于20%）、净利润增长率（比如大于40%），表明企业收入数量增长的同时收入的质量同步在提升①，这样筛选出来的企业一定处于高速成长期。对于广为人诟病的A股财务造假问题，启明提出可以通过关注行业内其他上市公司的财务报告数据做印证，因为不可能行业内所有公司都同时造假，这也是CANSLIM强调的行业选择原则。

另一个突破是指技术面，也就是股价走势。这通常是价值流派所不屑谈论的东西。大家争论最多的是，当大市处于熊市时，已经极少有股票走出特立独行的单边上涨走势，很难找到符合CANSLIM标准的股票。这是个令人尴尬的问题，我们还是先承认这一点，继续了解欧奈尔发明的“勺柄”形态吧。

欧奈尔走势选股的精髓在于：价格已经上涨一段时间；价格出现历史新高；价格出现回调。从启明给出的例子可以看到符合条件的一个典型勺柄形态。

均线需要已经走顺，在之前有一段很长时间的调整阶段，形成了一个平平的“锅底”，之后股价创出历史新高，再回调构成了“锅”+“勺

① 一般而言，每个季度的环比数据也是值得参考的，对于如同电子信息这类变化较快的行业是需要重点关注它的环比数据，看它的成长性能否保持。对于比较平稳的消费类企业环比数据就可以不那么看重，重点关注同比数据就可以了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

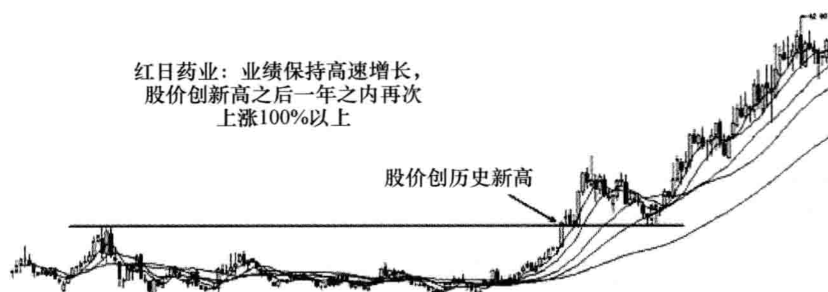


图 1-12　典型的勺柄形态

柄”形态。欧奈尔用的术语是柄状杯结构(Cup-with-a-handle)①，这是一种上升中继形态②。一般的结构是这样的：股价经过一轮上涨之后，由高位回落，然后再从低位上涨到高位，形成杯形。之后在一个阶段内保持震荡，形成杯柄。之后就是股价的暴涨。③

欧奈尔想把价值派和技术派完美结合起来，现在看来，这条路太难走了，既要择时又要选股，反而难以兼顾。欧奈尔的报纸办得不赖，可炒股只能算是一般般了。

2.4　德雷曼的逆向投资

笔者 2013 年将大卫·德雷曼(David Dreman)的经典之作《逆向投资策略》的最新修订版翻译为中文出版，在很长一段时间也颇为认可这种投资策略。德雷曼不仅是投资大师，而且是一位行为金融领域重要的

① 通常杯子的底部应该呈圆弧状，看起来像 U 字，而非急拉的 V 形，整体构筑一个筑底的过程。

② 形态的本质——杯柄形态中的杯子是一个碗状的巩固阶段，而柄是一个小回撤，随后出现一个放量的突破。

③ 这种形态具有两次洗盘过程：在探底的过程中洗出一些不坚定的投机者，然后构筑一个窄幅震荡的架构，进一步洗盘，然后才开始快速拉升。关于获利卖出，欧奈尔的观点是，那些成功的股票在突破修正平稳区域之后，差不多要上涨 20% 和 25%。之后它们就要下跌，构筑新的价格形态，有时还会再涨出一段。启明发现 A 股很多股票往往在突破平台之后上涨的幅度能够达到并超过 25%，一般的在 30% 左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究者。凭借对行为心理学的深入研究，德雷曼开创了“逆向投资”的先河，并凭借这种反常规的操作手法收获了令人艳羡的投资战绩。

德雷曼的核心思想是：股市通常在投资者情绪的驱动下表现出价格脱离内在价值的现象。因此，要战胜市场，最好的办法就是利用投资者的错误来寻找利润点，寻找那些因不被投资者关注而被低估的股票，最终那些被低估的股票价值终究会被市场发现，实现价值回归。

均值回归是德雷曼的一个理论支点。在他提出逆向投资理论之前，美国股市已经持续低迷了 15 年。从 1982 年起，美国股票市场开始反弹，实际上一直持续到了次贷危机发生前（2000 年技术股泡沫并未持续很长时间），成就了美国有史以来历时最长的牛市。

买入市盈率、市净率较低但分红高于平均水平的股票，这一招在熊市中特别有效。在牛市中，股价受到打击但仍符合上述价格便宜、分红较高的股票，往往也能够获得好于大市的表现。

德雷曼应该属于价值投资派还是心理投资派呢？我们常见到一些技术派人不时地说出心理方面的观点，而很少看到从心理方面引申出价值派的投资策略。从这个角度上说，德雷曼是个异类，他开创了心理派与价值派沟通的渠道。他从“人性贪婪与恐惧的弱点在股市中表露无遗，投资者情绪会导致股价大幅偏离其内在价值”中悟出了“利用投资者的错误反向投资，往往能获得相当丰厚的回报”的道理，而不用理会这种心理如何对价格产生复杂难测的影响。从理论建构上看，这真是一个美妙精致的投资模型。

第三节　深藏功名的心理大咖

人性不会变，人性的形态也是。

——《旧约全书》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好了，终于轮到来写心理投资派了。本书的侧重点是投资心理和行为金融学在证券投资中的表现，却拉拉杂杂地花了很多篇幅去写其他派别。为什么呢？因为笔者发现，其实所谓的派别，都只是标签而已，价值投资也好，技术分析也罢，其实都和投资心理大有关系。也许只是因为人类心理太过复杂，而大家又无法从根底里说得清清楚楚，所以就采取了“内用黄老（心理），外示儒术（技术、价值等）”的途径。心理投资派都有哪些代表人物呢？我相信很多人难以举出一二，也许他们真是深藏功名，不露于人前的大师，另一个可能就是——其实世界上根本没有纯粹的心理投资派。笔者更倾向于支持后一个判断。

3.1　文武全才凯恩斯

我们先谈谈大名鼎鼎的凯恩斯。凯恩斯最为人所知的是他的《就业、利息和货币通论》，开创了一个以其名字命名的宏观经济管理学派。[①] 再深入研究，可能还会发现，凯恩斯是一位了不起的政治家，参与过第一次和第二次世界大战后的和谈，以及近代经济史上著名的布雷顿森林体系的建立。他在逻辑学特别是概率论方面也颇有造诣。

作为衡量伟大经济学的标准，我们当然不会把擅长炒股重点提示出来。但本节无法回避这一细枝末节，凯恩斯是一位出色的资本市场投机家，是隐形的投资大师[②]。凯恩斯并非一开始就在证券市场上取得了成功，起初他试图把握商业周期，根据经济趋势的走向买入和抛出投资。这是很正统的经济学方式，然而这种方法不成功。他发现，“不确定的

---

① 凯恩斯（1883—1946）创立的宏观经济学与弗洛伊德所创的精神分析法和爱因斯坦发现的相对论一起并称为20世纪人类知识界的三大革命。凯恩斯主义至今仍然是许多国家宏观政策的理论基石。

② 巴菲特在过去40年的伯克希尔公司年报致股东的信中，引用名言最多的是其导师本杰明·格雷厄姆，引用名言次数第二多的是凯恩斯。有兴趣的读者可以看看 *The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume XII, Economic Articles and Correspondence: Investment and Editorial*。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心理破坏了市场的有效运作”[①]，之后他改弦更张，放弃预测宏观经济趋势，搜寻被低估的股票，采用了后来巴菲特同样的手法“买进＋持有”，为其带来了丰厚回报，他在矿业方面的投资尤其成功。

其实，他并不是一个彻头彻尾的价值投资者，如果真是那样，也许他早已排名在格雷厄姆和巴菲特之前了。他在买卖股票时，更关注对价格和时机的把握。这是因为凯恩斯深谙证券的市场价格是怎么回事。他把在股票市场中的短线投资人比作是报纸上面看那些选美比赛（在他的年代很流行）的读者们。那些读者明显的任务就是，比如说，从100名参赛者中选出最漂亮的女孩子，但是他们真正的任务可能会更加复杂一些，原因是报社只会以小额奖金的形式奖励那些选出从读者手中得到最多票数的5位参赛者（美女）的人，所以，他们为了那小额奖金必须选择那些他们自己认为最有可能被其他读者选中的参赛者，并且其他读者必须尝试去做同样的事情才行。

凯恩斯认为，这些读者不应该被任何一个参赛者（美女）所吸引，如果他们那样做的话就会给自己的偏好赋以不恰当的权重。反之，以凯恩斯的话来说，他们必须预测大众认为哪种样子算是美女。直白地说，大部分参与选美投票的人，都下意识地把票投给了自己最欣赏的候选人，结果往往让大家大跌眼镜，而最后的胜者是那些“随大流”投票的人。

要想随大流，其实也不那么容易，要做的是对他人预测结果的预期、对他人预测结果的预期结果的预测……这已经纯粹是心理游戏了。投资人必须选择那些他们认为最有可能被其他投资人认为会上涨的股票，并提前买入，而其他的投资人也在尝试去做这样的事情。这些预测的预测纠结在一起，其实结果将是非常不确定的。这真是艺术中的科学、科学中的艺术。

① 这是凯恩斯在《就业、利息和货币通论》中的一个中心论点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.2 欧洲股神科斯托拉尼

说完凯恩斯,再提提安德烈·科斯托拉尼(André Kostolany)。此人完全是实务界人士,是德国著名投资大师,被誉为“20世纪金融史上最成功的投资者之一”,他在德国投资界的地位,有如美国股神沃伦·巴菲特。这个1906年出生、1999年逝世、足足活了93岁的长寿老者,35岁时就在股市赚足了可供一生花费的财富。他对自己的评价是“十足的投机者”。

科斯托拉尼也认可基本面是左右股市长期表现的关键,但他更敏锐地指出:股市中短期的涨跌,有90%是受心理因素影响。这可以用一个公式表示为:股市中期走势 = 资金因素 + 心理因素。这个公式清晰地把资金流通量与股票之间的关系、乐观或悲观的心理因素联结在一起。

他的投机成功不是建立在基本面分析或者技术分析之上,实际上,他非常鄙视和厌恶完全不具有想象力的股票分析系统和软件[①],认为股市的涨跌是公众贪婪与恐惧心理状态的反映。科斯托拉尼认为人性心理共识才是股市行情变化的最重要的推动力,这和凯恩斯的“选美”比喻如出一辙。

科斯托拉尼所说的资金,是指可以随时投入股市的流动资金。他认为如果大大小小的投资者愿意购买,也有购买能力,那么股市就会攀升。他们愿意购买是因为他们对金融的经济情况的评价是乐观的;他们能够购买,是因为他们包里或银行存折里有多余的资金。这就是股市行情上升的所有秘诀,即便此时所有的基本事实以及有关经济形势的报道都认为股市会下跌。这和笔者的看法相同,在他的决定股市中期趋势的公式

---

① 为劝导散户不可用简单的技术指标和数学逻辑来判断股票的走势,他直言不讳地点穿:想要用技术方法预测股市行情或未来走势的人,不是江湖骗子,就是蠢蛋,要不然就是兼具此两种身份的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，资金排在了心理因素的前面。

心理的重要性也不遑多让，他提醒投资者：应该冷静地摆脱感情的束缚，而最要紧的是，别为感情找出什么合乎逻辑的解释。这是投资者，哪怕是资深投资者也会常犯的错误，原因只是由于人性使然，后面我们还会更详细地进行分析。这位心理派大师并非不关注基本面，而是认为对于股市大盘走势，想象力和资金要比基本面的分析更能发挥决定性的影响。而想象力来源于思维和心理活动。资金难以束缚想象力（心理），心理可以驱动资金，但是前提别忘了，市场上必须有足够的可以动用的流动资金。

第四节　初露头角的“量化小子”

我们关注的是那些很小的机会，它们可能转瞬即逝。

——詹姆斯·西蒙斯

笔者是数学系科班出身，学的就是建模，但是正因为如此，笔者才对用数学研究一切社会科学问题保持高度警惕。曾几何时，华尔街开始引进大批学计算机、数学、物理学专业的并获得高级学位的人士，大规模采用数学模型进行证券投资，他们有个响亮的名字：“量化小子”。

简单地说，量化投资就是这些理工科博士们利用数学、统计学、信息技术建立数学模型来管理投资组合。[①] 这种数量化投资组合构建注重的是对宏观数据、市场行为、企业财务数据、交易数据进行分析，利用数据挖掘技术、统计技术、计算方法等处理数据，以得到最优的投资组合和投资机会。量化投资模型与高速计算机运算能力和发达的互联网结合，

① 量化投资不仅借助数学、物理学、几何学、心理学，甚至还有仿生学、工程理论，通过建立模型，进行估值、择时及选股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成了现在流行的程序化操作。

量化投资派的一个重要观点是，用先进的数学模型可以替代人为的主观判断，以获得更大的投资稳定性，极大地减少投资者情绪的波动影响，避免在市场极度狂热或悲观的情况下作出非理性的投资决策。遗憾的是，电脑终究不是人脑，简单的程序判断通常会在复杂情况下出错。几次市场瞬间崩溃都有程序化交易的身影，当触发卖出条件时，电脑没法分辨那是人为出错，还是真的出现了必须抛售的条件。①

这是投资学术化还是学术投资化了呢？其实，量化投资派起源于学术界的探索。没有来自象牙塔的现代金融理论，便没有量化投资的兴起。往前数，可以看到马科维茨的投资组合理论、夏普的投资组合的简化模型和资本资产定价模型、罗斯的套利定价理论，以及布莱克和斯科尔斯提出的期权定价理论、莫顿的跨期的资本资产定价模型。值得一提的是，马科维茨、夏普、斯科尔斯、尤金·法玛等人都因为研究量化投资理论获得了诺贝尔经济学奖。

然而，量化投资派在当下虽然红火，却难称主流。能够拿得出手的也就詹姆斯·西蒙斯(James Simons)一人而已。但是，业界对此人评价甚高，有大型对冲基金的基金经理甚至宣称：只有少数几个人改变了我们对市场的看法，凯恩斯是一个，巴菲特是一个，西蒙斯也是其中的一个。

4.1　数学家出身的量化投资大师

詹姆斯·西蒙斯，数学家②，量化投资大师，从1988年到2008年，他

---

① 1987年10月19日，美国当天股市和期货成交量高达令人吃惊的410亿美元，价值瞬间缩水6 000亿美元。很多股票直接在电脑模式的驱使下被机械地抛售。机械式的交易和电脑自动操作，使得量化投资出现助跌之效，大量的空单在瞬间涌出，将市场彻底砸垮。1997年亚洲金融危机，市场暴跌，量化投资的算法交易也起到了同样的坏作用。始于2007年的金融危机中，量化投资也起到了加速市场下跌的坏作用。

② 西蒙斯曾师从华裔数学家陈省身教授，并和陈省身教授一同创立了著名的Chern-Simons几何定律。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理下的 Medallion 基金的年均净回报率是 35.6%，比索罗斯等投资大师同期的年均回报率要高出 10 个百分点，比同期标准普尔 500 指数的年均回报率高出 20 多个百分点。西蒙斯是捕捉市场大量异常瞬间机会来赚钱的。截至 2010 年 9 月，西蒙斯的个人净资产达 85 亿美元，在 2010 年《福布斯》全球亿万富豪排行榜上位列第 80。

西蒙斯针对不同市场设计数量化的投资管理模型，编写成电脑程序，在全球各种市场上进行短线交易。他选择的投资标的符合三个标准：公开交易品种、流动性足够高、适合用数学模型来交易。

坦率地说，上面所说都是废话，如果不具备上述条件，根本也不适合用量化方法操作。数学模型基于充分的可以进行分析的历史价格、交易量等数据，而流动性决定了能通过频繁短线大规模交易套取微薄的利润。实际上要满足这些条件并不那么容易。①

西蒙斯认为，数学模型可以降低投资人的风险和所需承受的各种心理压力，因为模型没有感情，一旦选定就会自动执行，能够克服人性在市场面前暴露出来的弱点。笔者认为这个推断带有数学家特有的偏见，颇具工具论色彩。果真如此，这个世界也就可以用智能机器统治了。数学模型是人类设计的，即便到了极致，仍摆脱不了人本身的弱点，包括心理弱点。西蒙斯创立辉煌业绩的这 20 年，也是全球资本市场都不错的时段，当然，也许是因为没有大量使用杠杆，它没有经历过其同类美国长期资本管理公司（LTCM）那样的悲催情况。遗憾的是，他 2009 年退出了一线，众所周知的是，2008 年后半年开始，美国股市遭受了前所未有的危机和冲击。西蒙斯在 2007、2008 年的次贷危机中也遇到了麻烦，他在 2005 年成立的文艺复兴法人股票基金（Renaissance Institutional Equities Fund）当年发生了两位数的损失，并遭投资者赎回数十亿美元。

---

① 频繁短线操作可能产生流动性风险，即如果市场深度不够，大量交易会对价格产生影响。另外，在市场恐慌时期，流动性往往达不到量化交易的标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1998 年倒闭的 LTCM 是量化投资的一个典型悲惨案例。LTCM 利用计算机处理大量历史数据,通过精密计算得到两个不同金融工具间的正常历史价格差,然后结合市场信息分析最新价格差,如果两者出现偏差,电脑立即发出指令大举入市;经过市场一段时间的调节,放大的偏差会自动恢复到正常轨迹上,此时电脑指令平仓离场,获取差值。开始时的短短四年中,LTCM 曾获得 285% 的收益率,但在两个月之内却输掉了 45 亿美元,最终走向万劫不复。事后人们把 LTCM 的失败主要归罪于杠杆率太高,这不也是一种贪婪吗? 量化投资如何确保将人类心理弊端隔离在外呢?

量化投资是一种投资流派,抑或只是一种工具? 笔者倾向于后者。无论技术分析派还是价值投资派,其实都可以将自己的投资方法或投资逻辑进行量化处理。当前的量化投资基本可以分成两类:从交易频率看,既有以短线投机、双边套利为方式的交易,又有注重长期投资、低换手率的模式。短期高频交易、双边套利为主的代表者刚才已经提到了,LTCM、西蒙斯都属于此类。而乔尔·格林布拉特(Joel Greenblatt)则属于将量化方法应用于价值投资的后者。

4.2　用量化投资工具做价值投资的人

Gotham 资本公司创始人乔尔·格林布拉特以一套简单易懂的"神奇公式"[①]在美国投资界树立起了威名,成了能与巴菲特相媲美的杰出

---

① 分别按照有形资本回报率、息税前盈余/企业价值的高低,对在美国主要证券交易所交易的 3500 家大公司(剔除了若干金融股与公用事业股)进行排名,排名结果从 1 到 3500。最后,将每家公司的两个排名结果相加。数值较小的股票,即是神奇公式选择的最好投资标的。特别要说明的是,在 2008 年的金融危机中,通过神奇公式选出的股票,在 2008 年下跌的幅度几乎和整体市场一样多。在 2009 年的反弹远比标准普尔 500 指数的反弹强得多。因此,在长期投资中,神奇的投资规则应该可以带来两倍或三倍于市场的回报率。格林布拉特提醒投资者,如果采取这一策略,就必须决心继续这样做三到五年,只有这样神奇公式才会发挥功效。至于神奇公式如何规避市场中小型和微型公司出现的很多公然诈骗事件,格林布拉特建议不要购买低于 5000 万美元市值的公司。因为这样的股票首先面临流动性不足的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资者。自 1985 年成立至 2005 年，Gotham 资本创造出了从 700 万美元到 8.3 亿美元、年均 40% 回报率的投资奇迹。同时，这一投资纪录，是在几乎不动用杠杆的情况下创造的。经历了金融危机之后，Gotham 资本的资产管理规模依然维持在 9 亿美元的水平，年化收益率依然高达 30%。

格林布拉特，价值投资学派人士，成功的投资组合经理。他曾经出过一本小册子，将自己的投资思想简单归纳为几个公式，在长达数十年的验证里，每年均获得不菲的超额收益。[①] 格林布拉特的投资理念来源于价值投资，他要做的就是找到物美价廉的公司，尤其是在市场出现特殊情况的背景下低价买入拥有好业务的公司。他的神奇公式其实就是量化投资模型。作为工具本身，关键是在合适条件下正确地运用。世界上永远也不会存在放之四海而皆准的万能工具。

第五节　杂议“布丁派”

变化是生活的规则。那些只盯着过去或者现在的人必定会失去他们的将来。

——约翰·F. 肯尼迪

前四节分别介绍了四个投资流派。其实，真实的投资世界远不是如此。每个投资者或多或少都了解这些不同的流派和方法，只是在他们的

---

① 2005 年，格林布拉特将自己长达 20 年的投资经验浓缩成一本仅有 150 页的小书——《股市稳赚》(*The Little Book That Beats The Market*)。在《股市稳赚》中，格林布拉特指出：好的业务是指有形资本回报率高的公司，而便宜的股票则是指净收益率高的股票。净收益率是息税前盈余/公司市值(EBIT/EV)。EBIT 表示的是公司息税前的盈利能力，EV 即公司市值加上公司的净债务。之所以选择运营利润，而不是净利润，主要是因为这样在对不同行业和公司进行比较时，便于排除不同的税收条件和不同的固定资产折旧政策对利润的影响。而一个稳定的公司，净收益率越高，股票越便宜。一个好公司的净收益率应该大于 10%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

操作系统中，所占的地位和比例不同。这就是为何市面上会有如此多的琳琅满目的各种炒股秘籍和技术指南书的原因。每个菜谱，只需变换一点花样，甚至只调整一下放入的量，就可以称为新方法。

江湖中一贯讲究无招胜有招，乱棒打死大师傅。你能给索罗斯贴上某派别的准确标签吗？不能。投资的科学成分也许体现在你的菜谱中到底有多少价值投资、技术投资、心理投资、量化投资的成分，但更多的是一种糅合和左右逢源、触类旁通的艺术。对于众多所谓的擒拿黑马、捉白马的技术，笔者实在已无力吐槽。万变不离其宗，我们可以将观察市场的周期分为短、中、长期，不同的周期有与其相适应的方法。

证券市场交易有三个组成元素：认知、心理和情绪状态（情绪控制）、资金管理和交易方法。[①] 短期主要是认知心理和情绪因素起作用，中期主要是货币因素起作用，而长期的根本因素是基本面。后两者可以算作广义的基本面因素。所以，可以说，分析证券市场其实就只有心理面和基本面[②]，技术分析和量化方法是什么？只是工具而已。

对于技术分析和心理面分析的关系，笔者还想从技术分析史的角度再引述一些例子，以便读者能够更清晰地看到其中的内在联系。亚洲最早，也可能是世界最早的技术分析大师，日本人本间宗久在 1755 年阐述其分析技术理论时，就注意到交易者心态显著地影响着大米市场的价格，他甚至指出市场中心理方面的因素是交易成功的关键，因此开始研究市场的情绪，并且相信能够帮助预测市场的价格。道氏理论其实也是建立在本间宗久的理论之上，阐述了价格将沿着趋势运动的原理。西方公认的最早的技术分析大师查尔斯·道的理论核心来自深入理解人类的心理活动及其对股价的影响。他用“人们内心总是倾向于认为现有

---

① 《通向财务自由之路》一书的作者范·K. 撒普博士认为，心理状态是最重要的，大概占 60%；其次是资金管理/头寸确定，大概占 30%；而系统开发是最不重要的（仅占约 10%）。

② 公司估值是为了判断底价，行业和企业增长率是为了判断价格的上涨空间。此外还需要判断货币流动性情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情况将会持续"来解释其趋势思想。道还发现太阳黑子的活动与从众心理的关系,并据此成功地预测了美国 1907 年经济危机。而月亮运行周期(会影响人类情绪)对道琼斯工业指数影响的研究,分别于 1994 年和 2001 年被学术界研究者证实了。

技术分析史研究者提出(Andrew W. Lo, Jasmina Hasanhodzic, 2010),每一种价格走势图形都有隐含的解释,利用市场心理学和大众行为能够解释其中的来龙去脉。技术分析大师们似乎已经很接近心理分析,但又无法深入。这和主流经济学与行为经济学之间的关系很相似,经济学家意识到了"理性人"假设过于简单,但因为无法处理更复杂情况的分析而一直在绕圈子。

基本面的分析,特别是宏观、行业和企业层次的分析,需要深厚的功底。如何成为一名好的价值投资者?巴菲特的回答是:阅读。巴菲特的黄金搭档则主张:广泛阅读各类人文学科。你知道选择一个好的投资标的有多难吗?前提必须是有渊博的知识和丰富的阅历,且不说还需要有强大的心法。所以,这世界上真正的价值投资者不多见,知识、阅历、心法,至少有一个无法与巴菲特相比。

本书将重点放在心理面上,并借助广大读者熟悉的技术分析方法,解读资本市场,特别是 A 股投资者的市场行为。本书的目标不在于将其打造为行为金融的学术著作。尽管在作投资决策时要涉及逻辑推理、智力分析和预先计划等,但情绪还是作为最主要的因素决定着投资的决策(Stephen W. Bigalow,2002)。读完这本书,希望读者能够深刻领会技术分析大师马丁·普林格所说的那番话:对于大多数人来说,最困难的工作是战胜自己。战胜自己是指控制我们的情绪,独立思考,而且不被周遭一切所迷惑。

5.1 盘口解读者

仔细观察盘口语言的投资者,大概属于一种相当特别的流派,将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心理和技术相结合，观察到了每分钟的价格细微变化。阅读网上文章《七种必看的盘口语言》①，可以窥一斑而见全豹。现引述如下：



阅读资料

七种必看的盘口语言

一、做收盘

1. 收盘前瞬间拉高——在全日收盘前半分钟（14:59）突然出现一笔大买单加几角甚至1元、几元把股价拉至很高位。

［目的］

由于庄家（或主力，以下略）资金实力有限，节约资金而能使股价收盘收在较高位或突破具有强阻力的关键价位，尾市“突然袭击”，瞬间拉高。假设某股10元，庄家欲使其收在10.80元，若上午就拉升至10.80元，为把价位维持在10.80元的高位至收盘，就要在10.80元接下大量卖盘，需要的资金必然很大，而尾市偷袭由于大多数人尚未反应过来，即使反应过来也已经收市，无法卖出，庄家因此达到目的。

2. 收盘前瞬间下砸——在全日收盘前半分钟（14:59）突然出现一笔大卖单减低很大价位抛出，把股价砸至很低位。

［目的］

A. 使日K线形成光脚大阴线或十字星或阴线等较“难看”的图形，使持股者恐惧而达到震仓的目的。

B. 使第二日能够高开并大涨而跻身升幅榜，吸引投资者的注意。

C. 操盘手把股票低价位卖给自己或关联人。

二、做开盘

1. 瞬间大幅高开——开盘时以涨停或很大升幅高开，瞬间又回落。

① 资料来源：http://blog.eastmoney.com/lwj2966/blog-140081774.html，2014年9月15日访问。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[目的]

A. 突破了关键价位，庄不想由于红盘而引起他人跟风，故意做成阴线，也有震仓的效果。

B. 吸筹的一种方式。

C. 试盘动作，试上方抛盘是否沉重。

2. 瞬间大幅低开——开盘时以跌停或很大跌幅低开。

[目的]

A. 出货。

B. 为了收出大阳使图形好看。

C. 操盘手把筹码低价卖给自己或关联人。

三、盘中瞬间大幅拉高或打压，与前者类似，主要为作出长上、下影线

1. 瞬间大幅拉高——盘中以涨停或很大升幅一笔拉高，瞬间又回落。

[目的]

试盘动作，试上方抛盘是否沉重。

2. 瞬间大幅打压——盘中以跌停或很大跌幅一笔打低，瞬间又回升。

[目的]

A. 试盘动作，试下方接盘的支撑力及市场关注度。

B. 操盘手把筹码低价卖给自己或关联人。

C. 作出长影，使图形好看，吸引投资者。

D. 庄家资金不足，抛出部分后用返回资金拉升。

四、"钓鱼"线

在个股当日即时走势中，开始基本保持某一斜率地上行，之后突然直线大幅跳水，形成类似一根"渔竿"及垂钓的"鱼线"的图形。此为庄家对倒至高位，并吸引来跟风盘后突然减低好几个价位抛出巨大卖单所至。此时若接盘不多，出不了多少，可能庄家仍会拉回去，反之则一泻千里。

五、长时间无买卖

由于庄家全线控盘或多数筹码套牢在上方，又无买气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

六、在买盘处放大买单

此往往为庄家资金不雄厚的表现。企图借此吸引散户买入，把价位拉高。(庄家欲建仓并大幅拉高，隐蔽还来不及，怎么会露于世人：我要买货?)

七、买卖一、二、三上下顶大单——庄家欲把价位控制在此处。

5.2 “传说中”的庄家

庄家是一个历史概念，但如今仍然存在，只是他们的操作手法有了新的变化。这些人可谓证券市场的异类，而他们也对投资者的行为和心理的研究最深入。下面引述另一篇网文，相信此文出自某个深入了解坐庄人之手。


阅读资料

一个署名“良心庄家”揭露的坐庄手法(有修改删节)[①]

一、假如我是一个庄家，我会怎么做?

股票市场的定律是一赢两平七亏，意思是70%以上的人都会亏损。那散户如何才能站到赢利的10%人的群体中？我认为，机构为了赚散户钱，不断地在研究散户心理和行为学，我们散户不妨反过来，把自己当成机构投资者，也来研究一下机构的心理和行为学，这样才能在这个充满陷阱、欺诈、骗术和谣言四起的市场里立于不败之地。

如果我是机构投资者，要想做一只股票，我认为我先要找到一只大小合适、前景无须多么优秀，但几年之内绝对不会倒闭的。然后我去拜会该公司

---

① 资料来源：http://www.Chinavalue.net/Investment/Blog/2014-5-6/1036191.aspx，2014年9月15日访问。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

领导，告诉他我想投资他那只股票，请他们配合。如何配合呢？就是在我吸筹时，公司在业绩公告时要尽量将业绩放平，或者适当隐藏利润，这一点公司很容易做到，只要对报表进行适当调整就行了，例如，将某些损益一个季度提完，使其报表看上去亏损；或者将后面数年的费用半年摊完，这都使得当期报表非常难看。

在这之前，我肯定是要收集一些筹码，这些筹码主要用来砸盘。怎样收集这些砸盘的筹码呢？我不会每天慢慢去收集，因为这样会使股票天天上涨，反而难以收到足够多的筹码，还容易被散户抢筹，并使技术指标形成向上趋势，更使自己收集成本提高。我会在某一天用大涨的办法来收集，当连跌数天后，散户都悲观失望，猛然一个大涨，套牢的人看到了希望，不会抛出；而短线获利的，可能就交枪了。其实，在这个价位我只是要砸盘的筹码，不需要收集很多，因此用猛然大涨的办法就很容易达到目的。

第二天来个低开。为什么要低开而不高开？因为我昨天收集的筹码并不准备获利，而且要让昨天追风进去的短线筹码帮我砸盘，如果高开，很容易让短线筹码获利，他们就会在下跌途中有更多的资金来跟我抢筹，所以一定要低开，消耗这些短线资金。在这个下跌途中，我将逐步用买单托底，因为我要形成自己的底仓。经过几天的连续下跌，有些割肉的筹码就会回补自己的仓位，这时候我不能让他们回补，我必须迅速地吃进，吸引他们追随，当形成追风盘时，我将在底部收集到的部分筹码高价抛出，一是为了降低成本，二是腾出资金，然后再迅速地砸下去。同样地，我会边托盘边砸盘，这样一来我就会得到更多价格更低的筹码。

当跌到很低位时，基本上就没人和我抢筹码了，因为在这个下跌途中，我通过不断高抛低吸，不断大幅度振荡，将大部分抄底的、抢反弹的都套在下跌途中，或者将他们亏损殆尽，使其不敢再来涉足这只股票，这时候我的目的就达到了。而公司的配合在这时就非常关键，长时间的业绩没有任何起色，使大部分散户因怀疑其会不会ST，到恐惧惊慌，高位筹码就会不断掉落，我就可以在底部横盘当中不断高抛低吸来收集筹码，这个可能需要较长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的时间，关键看顶部筹码掉落程度而定，如果高位筹码长时间不松动，那我就不会去拉这只股票。

当筹码收集足够多时，公司业绩也会好转了，因为在我收集筹码当中，公司将后面几年能想到的损益或者费用都在那一年半载中分摊完了，后面的报表当然好看。这时候我拉起来毫不费力，也无须多大成本。当这个市场里其他人看到这个股原来这么优秀，必然跟风者众，我就在这当中逐步减仓。

公司能如此配合，那他们能得到什么好处？其实很简单，我将股票拉到高位，他们也能卖个好价钱；在低位时，他们同样可以购入自己的股票，还能挣得名声，这样一来收益会相当可观，何乐而不为？这当然要和大盘走势相同，在这中间，散户该知道怎么办了吧。

当然，如果我坐庄，还必须考虑很多问题：

第一是证监会的监控，他们虽然老虎不敢碰，或者就是为虎作伥，但捏死个把苍蝇还是不成问题的，所以，操控股票不能让他们抓住把柄，这时候就要考虑多户头，或者拉几个私募大户集体作战。

第二要考虑产业资本的问题，如果我们向上拉股价的时候，他们看到利润可观，结果大量抛出筹码，那我们就惨了，必然会亏本出局，在做之前就必须先和他们沟通好，而且还要了解他们手上的流通盘是多少，抛售意向如何，这就是大小非问题。

第三要考虑的是老庄，如果这个股没有被老庄放弃，那我是尽量不会去碰的，因为一旦被老庄反向去做，那你死得就惨了，就像中国联通套游资一样，那死得是非常惨的，所以，选股非常重要。

第四是大盘状况，跟风的多不多，社会上的存量资金足不足，就像现在这样，大部分散户或者大户都被大宰一刀，这时候就不适宜做股票，你向上拉的时候人家卖出，结果把自己套在里面，那么现在最适宜的就是砸股票。一般人都有个心态，20 元买的股，跌到 15 元不卖，跌到 10 元不卖，跌到 5 元仍然没多少人会卖，但是你要跌到 2 元再拉回 4 元，不少人一看翻倍基本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上都会割肉的，特别是长时间的向下或者横盘。

如果这些问题都解决了，砸盘就要开始。砸多少为适宜？根据大盘状况，每天操盘必须跟着大盘走，当大盘大跌时，你必须深砸下去，这时候成本很低，只要用少量筹码将关键点位砸开即可，会有止损盘帮你接着砸下去。但是，尾盘必须进一些筹码，防止第二天大盘走低或者走高，有一定量筹码就好灵活掌握。也就是说，要在操盘时盯着指标股。

为什么要盯着指标股去做？关键就在于成本，随着大盘波动，你的成本最低，指标股跌时，你也跌，所用砸盘筹码量最少，因为没有多少人敢买，可以深砸。当大盘涨时你去拉，同样无须买多少，只要将关键点位的筹码买掉即可，有人会将股价推上去，到一定高点，你还可以将低位进的筹码卖出一些，这样可以腾出一点资金做一点差价。所以，我们看到的股市局面就是要涨一起涨，要跌大家都去跌。

股市中的人分好几种，趋势投资者，套牢后不理不睬者，技术派，基本面派，长线客，短线炒家等等。我要在这个股票里坐庄，这些人我都要面对，尽量让他们在我控制的这个股票里少赚或者割肉而去，这时候我就要用很多办法来对付，因为他们赚多了，意味着我就赚少了，他们不割肉，我就赚不到钱。对趋势投资者，我没什么好办法，只能将他们看作锁仓的一员；但对其他人，我平时的吃喝玩乐就全靠他们了。我一般最喜欢套牢后不理不睬的，这些人把钱交给我后帮我锁定了大部分筹码，使我在低位有充足的资金纵横驰骋。

基本面派也是我喜欢的第二位，因为当我将股价拉高后他们基本就接手了，企业的基本面在我拉高股价后变得非常亮丽，他们就会来接盘；等他们接完后公司基本面就发生改变，他们在低位就将筹码再还给我。

技术派一般短线较多，喜欢做波段，这里的人有自认为技术高明的，什么 KDJ 金叉、死叉，什么 MACD、CR、量价关系，什么斐波那契黄金分割位，什么艾略特的波浪理论，还有江恩曲线等等。我做股票一般不看这个，我一般只盯着今天我下多少单，在某些价位进来多少单，大一些的户头在什么价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位进出。这个对我来说非常关键,因为这决定了第二天该如何操作,有时候需要对他们安抚,让他们帮忙将股票在手上多留几天,以使活动筹码减少。

但有时候就必须让他们出局,特别是短线客,当今天发现短线游资进来多了,第二天不管怎样都要将他们杀出局,哪怕逆大盘而动。回过头来看,呵呵,真搞笑,K线走的还真符合某些技术指标特点。偶然乎,必然乎?

这里解释一下我为什么要猛杀游资。其实这关乎自己的短期收益,因为短线客和游资的钱最好赚,他们持筹码的时间短,可以使我在非常短的时间里获利。如套牢盘,你只能一次性地赚他一下,他然后就不动了,你就拿他一点办法都没有,这中间有时候长达几年,在这几年里我可是要吃要喝的。基本面派也使我获利不多,因为他们的利润我还要和公司均分。

但短线客和游资就不同了,我在一个波段中就可以获利丰厚。那怎么做呢?

第一是逐步拉升,这时候技术指标就开始走好,技术派的人一看技术指标,一般都容易被诱惑进来,这中间我就边拉边卖,需要控制的就是在顶背离之前将筹码交他们手中,使他们看上去技术指标仍然没有到顶,股价还可以涨得更高,这时候第二天来个冲高回落,然后第三天猛然下跌,他们基本上就开始交枪了,不用我来打压,股价就下去了,这中间自然我设定好价位来捡果实。对游资更是这样,上半段我来拉,游资一看股价看涨,立即蜂拥而来,那下半段我就将部分筹码交给他们,第二天我来个低开低走,游资一看势头不对,立即出逃,这时候我就要看出逃数量,并计算自己的成果,如果出逃数量足够多,那我下午就拉起,因为大部分短线客都走了,我就不需要支付多少利润出去,很容易将股价拉起来,而我在这两天来回的差价最少是赚交易额的3%左右。

但发现没有走多少时那我就继续向下做。这就是不少散户疑问的,为什么我一卖就涨,一买就跌啊?因为你跟大部分人的行为是一致的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、坐庄的风险是什么？

一是操作这只股票的不会是我一个庄，一般都是邀请几个人来联手，就像大草原上的猎狗一样，采用群体战术才能更容易获得成功。要是一个人，第一不一定有这个实力，第二就是太容易被人抓住把柄，搞不好打不到狐狸还惹一身骚，所以，邀请朋友来合作是肯定的，就是谁主谁次的问题了。既然是合作，风险也是明显的，当市场出现波动时，其中一个朋友立马放水，这时候你就栽了，很长时间的辛苦都会打水漂。

还有一个问题是，当市场趋势向下时，自己却没发现，因为筹码还在自己手中，就想硬扛，这时候同样会完蛋，前几次大牛市结束后不少庄家摔跟头就在这上面。那么，应该如何应对风险？这就是，第一注意指标股的动向，因为坐庄的人对大盘指数动向非常敏感，当指标股向上，而一些主力控制的次要股却滞涨，或者有掉头迹象，那我就要先于股指下跌之前想办法将手里的筹码尽量都交到散户手里去，尽量腾出现金，只要手上有充足现金，是涨是跌我都不怕。涨了，我手上剩余的筹码完全可以将其打下来；要是跌了，那就可以购买更多的筹码。

当大盘到底准备反转时，也同样会痕迹明显。

三、谈谈顶和底的问题

现在不少人都在关心大盘跌到什么位置才是底，说老实话，我不知道，我不但不知道大盘会跌到什么点位为底，我连自己坐庄的股票能跌到什么价格为底都不知道，怎么能测算大盘？有人说，20 元跌到 5 元行不行？到底了吗？我说不行，也许跌到 1—2 元，也许会到 8 元就算到底了，在股市里没什么顶和底之说，真正起作用的就是供求关系，当跌到供求平衡时，底部自然就到了。

如我的股票，我每天都在让它波动，涨涨跌跌，但某一天我发现，我卖出去的股票，用这些钱买不回来更多或者同样多的股票了，这时候我就不可能再向下做了，这里就应该是它的底了。也许是 5 元的位置，也许 1 元的位置还不到，又有谁知道在哪个位置能达到平衡呢？只能不断地测试。顶部也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一样，我向上拉，却没了跟风的，那我高价买来的股票又能派发给谁？当然，我拉高给你看价格却又是一码事，底部也一样。在指数里，同样如此，如果进出资金能达到平衡，那指数就到底了；如果不能，一直要跌到平衡为止。

四、庄家在下跌中是如何赚钱的？

不少人有时候不理解，庄家的成本是20元，他将股价打到10元或者15元，他不也亏了吗？这真是傻庄。其实散户是不明白的，庄家赚钱的手段很多时候是和散户不同的。我来举个例子。某股当时有些机构的成本是70多元，但开盘后连砸7个跌停板，最后在38元被打开，按理说机构亏惨，如果庄不砸跌停板，出货的价位不是高些吗？损失不是小些吗？

其实不是这种情况，不砸跌停板出货，散户也会跟着出；而承接盘有限，机构的货是出不掉的，慢慢地下跌机构损失会更惨，并且由于价格没有吸引力，找不到对手盘，那就成了钝刀子割肉，痛苦只有自知。

采用了猛砸跌停的办法，市场的目光就会集中到那上面来，当跌到一半时，有协同私募或者机构开始巨量吃单，因为在这几天的跌停中市场的关注度非常高，而出现巨单吃货了，这说明这时的股价应该反弹了，技术上超卖出现，股价腰斩，怎么着都要反弹个百分之十几到二十，所以散户、大户一哄而上，机构卖单被哄抢。现实情况并不是散户和大户们所想象的，在熊市中放巨量的往往都是出货，看似大单扫货，其实就是庄家们设的陷阱，然后利益分享。

再举个上市的例子。上市价超过发行价60%以上，5个机构席位齐刷刷地排在购买的前5名，这些机构傻了吗？非要溢价60%来接盘，特别在熊市中，还怕买不到筹码？如果等几天再买，也许到发行价都有可能。其实，机构们一点不傻，这不过是机构之间穿连裆裤的表演，那些获得60%以上溢价的会给这些接盘的机构分配一定利润的，而且这些机构买入的也并不多，更多的筹码是溢价交给了其他人，包括大量散户。对接入大部分高溢价筹码的这部分人，那些获利者就不用考虑什么了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里我还回到前面那只股票，那些机构70多元的成本，却卖出38元，那不巨亏吗？这不过是散户思维，从现金数额来说，机构是大放血了，但从筹码角度来说，机构可以按现在复权价格18元，等于赚了一倍的筹码，只要涨回30多，机构的本就回来了，而那些守在38以上的人，只好等驴年马月了。这还不排除后面继续下跌的可能，如果股价继续下跌，机构就更容易获利。所以，我操作的股票我就希望它能跌下来，尽量地低。

举个例子，在20元到18元区间，我出掉了手中的20%股票，在18到16区间我又出掉18%的股票，后面我就要回补，因为在这种下跌的情况下，不少止损盘开始涌现，还有些人要补仓，这时候我就要根据筹码情况做反弹。为什么要做反弹呢？主要是吸引抄底盘进来。当然，如果抄底盘巨多，第二天我就再反手做空。

一般情况下第一天的反弹抄底的是不多的，只要持续进行两天，散户一看，这个股怎么天天涨，特别是割肉盘和补仓盘，他们一般都会追进来，而高位的一看涨了几天，不卖算了，等几天也许还能赚点。这时候我再反手做空，将他们套住。这中间我赚多少？因为拉的当中还要派发利润，所以，每一段的下跌可以保持一定的利润。

那我为什么希望我坐庄的股价尽量低？你想想，你如果开个商场，你是希望你经营的货物便宜还是贵？自然是便宜的好，因为这样一来所用资金量就少。10元加1元，人家就嫌贵了；如果1元加1角，不显山露水的，没人和你计较，而和10元和1元所赚比例却是一样的。股票也一样，1元股票涨到1.5元，没多少人感觉什么，但10元涨到15元呢？这就是中国股票市场牛短熊长的根本原因，没几个庄家希望股价很高来增加自己的成本。

资本界似乎认为谈论庄家和庄股是一件放不上台面上的事（当然也属于违法行为），有人说2004年德隆系的崩塌，就是庄股时代的结束。虽然中国股市已经有二十多年的发展历史了，要想在这么短的时间里杜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绝坐庄行为，是不现实的。最近有一篇分析文章，[①]指出2013年以来小盘股的飞涨，背后的力量多半是坐庄。我们这里摘录一些资料供大家参考。


阅读资料

截止到2014年9月30日，A股市场涨幅前十的股票涨幅皆在200%以上。从板块分布看，4家为创业板股票、1家为中小板、5家为主板股票。从行业分布看，既有钢铁、港口、煤炭开采、汽车零部件等传统行业股票，也有通信、计算机等新兴行业股票。这些股票的共同特征是：

——年初市值规模小，10家公司今年初总市值都在100亿以下，其中，8家公司年初总市值小于50亿。

——基本面大多数乏善可陈，10家公司中有4家今年中报亏损，2家去年的年报亏损。以2013年净利润计，除营口港外，市盈率都在100倍以上。其中，位居涨幅榜首的＊ST贤成是一家劣迹斑斑、因造假遭证监会查处的股票，该公司去年底靠重组扭亏，今年中报继续亏损。

——大多有重组、并购或高送转题材。如ST贤成并购药业资产，鑫科材料收购西安梦舟、进军影视行业，松辽汽车拟定增进军影视游戏。而影视、游戏等正是近年来A股市场炒作的热点题材。

涨幅榜前10股票市值规模、行业分布

单位：亿元

证券代码	证券简称	期初总市值	收盘价(元) 2013-12-31	复权(元) 9—30	涨跌幅	所属申万行业
600381.SH	＊ST贤成	33.32	2.08	17.59	746%	煤炭开采 II
600255.SH	鑫科材料	44.41	7.10	35.95	406%	工业金属

① 参见陈绍霞：《小盘股庄天下》，http://xueqiu.com/1876614331/32606758，2014年10月31日访问。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

证券代码	证券简称	期初总市值	收盘价(元) 2013-12-31	复权(元) 9—30	涨跌幅	所属申万行业
600715.SH	松辽汽车	11.68	5.21	22.42	330%	汽车零部件 II
600317.SH	营口港	75.73	3.51	14.34	309%	港口 II
002190.SZ	成飞集成	52.30	15.15	56.45	273%	航空装备 II
300324.SZ	旋极信息	30.36	27.11	100.58	271%	计算机应用
600399.SH	抚顺特钢	30.32	5.83	21.48	268%	钢铁 II
300134.SZ	大富科技	43.36	13.55	49.75	267%	通信设备
300232.SZ	洲明科技	20.09	19.81	70.62	256%	光学光电子
300248.SZ	新开普	12.40	13.90	45.86	230%	计算机应用

涨幅榜前10股票净利润和市盈率一览表

单位:亿元

证券代码	证券简称	2010年	2013年	去年中报	今年中报	市盈率2013
600381.SH	*ST 贤成	0.54	0.33	-14.33	-0.26	857
600255.SH	鑫科材料	0.54	-0.54	-0.15	0.28	
600715.SH	松辽汽车	-0.50	-0.27	0.04	-0.07	
600317.SH	营口港	2.16	5.11	3.03	3.64	61
002190.SZ	成飞集成	0.50	0.45	0.20	-0.02	430
300324.SZ	旋极信息	0.27	0.22	0.04	-0.03	507
600399.SH	抚顺特钢	0.31	0.23	0.11	0.14	482
300134.SZ	大富科技	2.51	0.55	-0.30	3.75	288
300232.SZ	洲明科技	0.56	0.33	0.11	0.24	217
300248.SZ	新开普	0.34	0.25	0.00	0.01	166

三只机构重仓股票具有坐庄特征。2013年12月,某私募基金重仓持有的百圆裤业、三江购物、泰亚股份[①]等多只股票在基本面没有突发性利空消息的背景下价格出现连续暴跌,引发媒体广泛关注。分析师认为百圆裤业等股票表现出明显的庄股特征:一方面,股价走势与业绩严重背离。以百

① 百圆裤业2013年净利润同比下滑39.9%,2014年中期净利润同比又大幅下降44.8%。虽然业绩大幅下滑,但该公司公告拟收购跨境电商环球易购100%股权,借助这一并购题材,该股2014年4月以来,在不到半年间股价翻了两番。泰亚股份2013年净利润同比下降93%,2014年中期则陷入亏损困境。该股2014年初股价暴跌后停牌了近半年,7月份该公司公告拟通过资产置换、进入传媒行业,股价在随后不到一个月时间里实现翻番,由7元多涨至14元多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

圆裤业为例，2013 年前三季度净利润同比下滑了 24.6%、每股收益仅为 0.24元，股价走势却天马行空、异常坚挺，由最低 7.73 元上涨至 26.97 元，最大涨幅高达 248.9%。另一方面，2013 年前三季度新进的个人股东中，有多个个人股东在这三只股票的前十大流通股东名单中来回跳动，这也是机构坐庄的一个较为典型的特征，为了便于操纵股价，庄家通常会收集众多个人股东账户通过对倒等操纵股价。在股价大幅上涨之后，三只股票于 2013 年底同步出现持续暴跌的走势，这与当年德隆系老三股因庄家资金链断裂而上演高台跳水的惨剧惊人相似，机构坐庄操纵股价的特征较为明显。

小盘股 2013 年以来的暴涨，多方面显现出典型的庄股特征：

(1) 股价特立独行，走势与业绩背离

很多小盘股业绩下滑甚至亏损，股价却出现暴涨，期间各种概念、题材满天飞。

(2) 高换手率

统计显示，小盘股换手率惊人。以创业板为例，2013 年 10 月—2014 年 9 月创业板平均换手次数高达 11.08 次，355 家创业板上市公司中，年换手率高于 10 次的有 166 家。高换手率是机构坐庄的一个典型特征，庄家为了吸引散户跟风，通过自买自卖对倒操作、制造价涨量升的走势，成交量大幅放大。目前 A 股市场实行 T+1 交易制度，当天买入的股票当天不能卖出，日换手率 40% 甚至 50%，意味着差不多有近一半的股票完成换手，没有庄家的对倒操作，仅仅由散户的参与，很难出现如此高的换手率。

(3) 大小非越减持，股价越涨

大小非减持，在 A 股市场曾长期被视为洪水猛兽。大小非减持，会增加市场的供给，短时间内会对股价走势产生负面效应。然而，2013 年以来，众多小盘股大小非减持，股价却不跌反涨。以中超电缆为例，2014 年 8 月—9 月间，其大股东先后 8 次减持，累计减持 12 000 万股，减持数量占其总股本的 24.98%。如此大规模减持之下，其股价却由 7 月末的 8.75 元上涨至 9 月末的 11.59 元，涨幅高达 32.5%，远高于同期中小板指数涨幅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大小非越减持，股价涨得越高，这显然有悖常理。不能排除一些上市公司大股东与市值管理公司联手坐庄，操纵股价，以实现高位减持的可能性。由于小盘股价格易于操纵，一些小盘股频频发布利好、制造种种炒作题材，配合股价拉升，与当年庄家对亿安科技的炒作过程本质上并没有什么不同。一旦机构庄家出货完毕，买单的注定是二级市场的投资者，那些为配合机构坐庄而精心编织的美丽故事都将化为泡影。

市值规模与股价、业绩表现和估值水平一览表

单位：亿元

项目	公司家数	1—9月涨跌幅	净利润			2013年净资产收益率	市盈率TTM
			2010年	2013年	10—13复合增长率		
1000亿以上	28	2.24%	9204	13326	13.1%	19.14%	7.2
500—1000亿	39	3.03%	2413	3900	17.4%	16.24%	6.6
300—500亿	46	5.52%	1820	1797	-0.4%	11.81%	10.3
200—300亿	89	10.40%	1198	1199	0.0%	8.87%	19.6
100—200亿	217	16.17%	945	981	1.2%	8.96%	35.3
50—100亿	508	28.01%	644	684	2.0%	7.93%	65.9
20—50亿	1080	42.94%	705	571	-6.8%	5.28%	86.8
20亿以下	460	69.49%	220	27	-50.3%	0.74%	860.1
合计/平均	2467	15.19%	17149	22485	9.5%	4.38%	13.6

数据来源：WIND资讯。

本书所讲的所有方法，在庄股操纵的情况下，基本上都武功全废。在庄家操纵下，市场会依照密室思路发展，而这显然是一般的科学方法无法解决的问题。

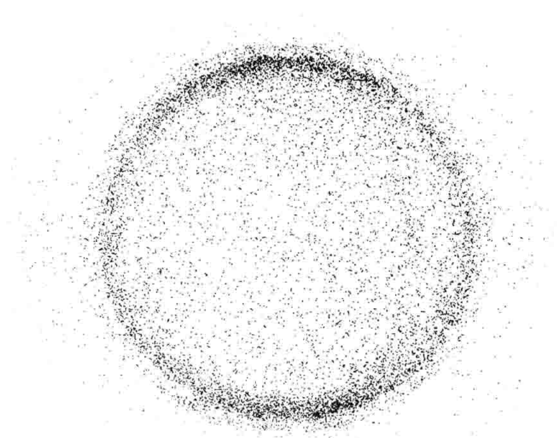
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

时空转换下的股市波动

市场不能给一只股票的商业价值定出准确的价格。

——本杰明·格雷厄姆



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也许读完第一章的最后一篇文章，大家的感觉糟极了。原来交了这么多学费的股市是这样运作的，原来各个神乎其神的投资手法不过如此而已。坦率地说，二级市场是零和博弈，参与者必须洞察其中的奥妙，同时管理好自己，用科学合理的方法进行博弈，才有可能获得超过市场平均水平的收益。股市远远不是俯仰可拾金钱的聚宝盆。这一章我们从时间和空间的角度仔细了解一下股市的结构和价格波动规律。

第一节　给价格波动安上时间轴和空间轴

历史不会重演，但却会出现相似的韵律。

——马克·吐温

地球上的任何生物，都生活在一定的时空范围内。孔子说："逝者如斯夫，不舍昼夜。"这是在说我们对于时间变化的体会。凯恩斯说，长期而言，我们都会死去。这是说对于时间一定要有分期的概念，看待一种事物，用长、中、短期的视角得到的结论截然不同。关于空间，无非就是价格的变化范围，用一句老话即可概括：道路是曲折的，前途是光明的。

如果时间不够长，观察到的规律未必是有代表性的。为了给大家一个市场的时空直观感受，我们看美国从 20 世纪初到 2004 年长达一个多世纪里的股票市场指数（DJIA）的变化轨迹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

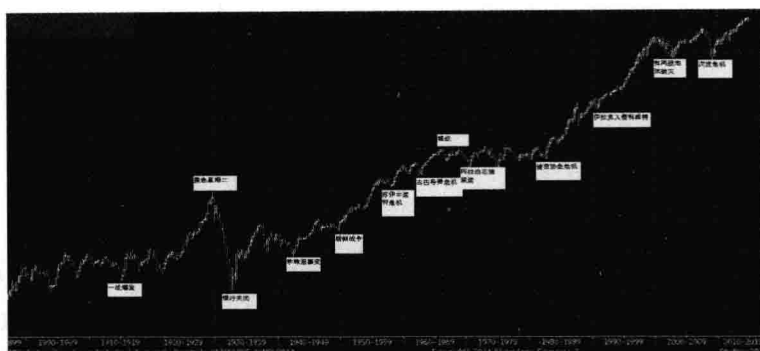


图 2-1　道琼斯工业平均指数 1899—2014 年

整体上看,这一百多年里,美国股市是上涨的,而且涨幅巨大。如果买的是 DJIA 指数,那么从开始到 2000 年,将赚得盆满钵满。这确实符合价值投资的标准:买入并长期持有,就可以赚钱。实际上,在上涨的过程中一直都有下跌,涨跌交错,图上注释的都是导致下跌的事件,而有些下跌幅度是非常大的,比如 1929 年开始的大萧条。

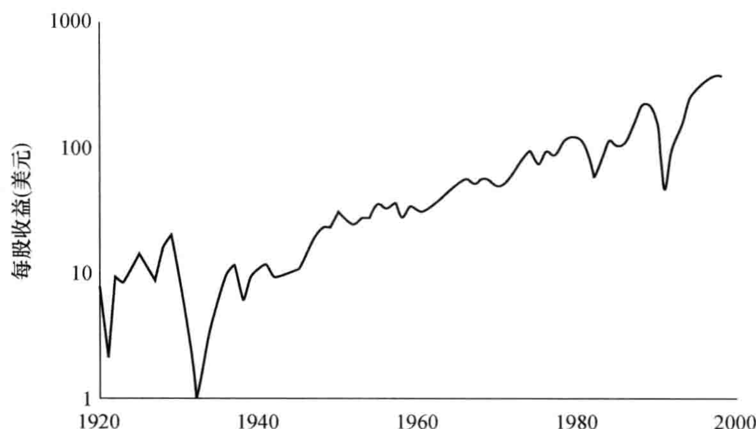


图 2-2　道琼斯工业综合指数 1920—2000 年

可能第一幅图的时间太长,不太容易看清楚,我们可以看一幅时间稍短的道琼斯工业指数走势图(图 2-2)。下跌时剧烈急促,而上涨则是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缓慢漫长的,每一次下跌都需要更大幅度的上涨才能回到原来的价值。大萧条时的股市下跌幅度,正应了那句话:转眼回到了解放前。

1.1　放大镜与分形

一千个人眼中就有一千个哈姆雷特。看待价格运动,也有两种视角:长期和短期,同样的走势,有人看到的是下跌,有人看到的是上涨。这不是眼神好不好的问题,而是两人观察的周期不同。你每天看一次股市,别人每周看一次股市,看到的情况不同,当然会得出不同的结论。

现在所有股票软件和股票网站都提供不同周期下的股价走势图,一般都有日线、周线、月线和年线甚至更短的以分钟为周期的走势图。识别趋势的时候,你必须先选择观察的周期——日线可以反映出每天的价格变化,周、月、年线则显示出相应周期的变化情况。一个简单的例子,就能揭示出它们的区别:假如从周一开始收盘价下跌,一直到周五,收盘价才超过周一,从日线上看,这一周基本上都是在下跌,只是在本周最后一天才拉升回去。而在周线上,你只能看到一个蜡烛体,标识了本周的最低、最高价,周一的开盘价和周五的收盘价,而它代表的是一个本周价格上涨的蜡烛体。而在月线和年线上,你肯定无从看到这一周发生了什么,它已经被折叠并隐藏起来了。图 2-3 是同一段时间的价格走势,可以清楚地看到区别。

另外,观察的时间起点和终点对于判断走势的结论也有很大影响。我们看图 2-4 的标准普尔 500 指数的周线图。问题是:价格是上涨还是下跌?答案是:价格在上涨。因为观察的终点价格高于起点价格,如果我们从 1999 年开始看起,价格就是走了一个倒 V 形,终点价格低于起点,是下跌走势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

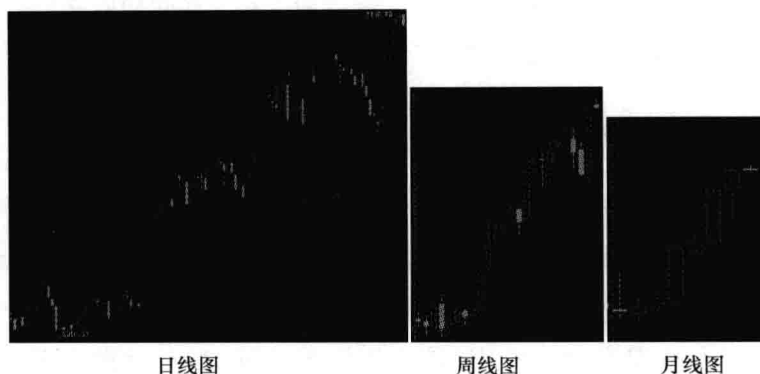


图 2-3 走势的时间“折叠”(2014 年 5 月 30—10 月 5 日)

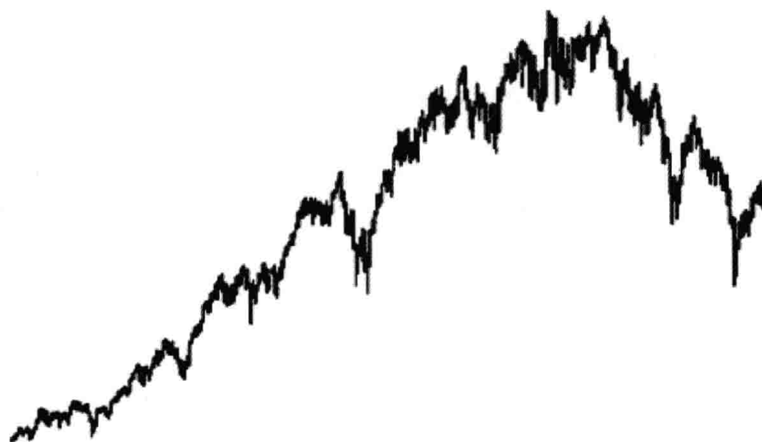


图 2-4 标准普尔 500 指数趋势周线图(1996—2001)

投资者就像是戴着不同放大倍数的凸透镜,倍数小可以看得更远,但细节往往被忽略;倍数大只能看到很小的时间范围,但看得非常清晰,每个细微变化都能注意到。所以,在观察周期上,首先就对投资者进行了划分,形成了具有不同投资理念的投资者:长期、中期和短期。最短周期的投资者称为日内投资者,他们甚至观察的是每日的股票分时图,从中寻找每分钟的投资机会。在股市里,有把握买卖时机的说法,从时间角度看,观察周期越长,对于时间的把握越无须太精确,这个原因很简

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单，因为在较大的周期上，价格曲线是粗略的，你无法看到更细微的价格变化。

在股价走势上，可以借鉴分形理论的研究成果。分形是一个粗糙或零碎的几何形状，可以分成数个部分，每一部分都是整体缩小后的形状。这叫作自相似性。我们看看下面这个图形，就可以理解自然界普遍存在这种情形。

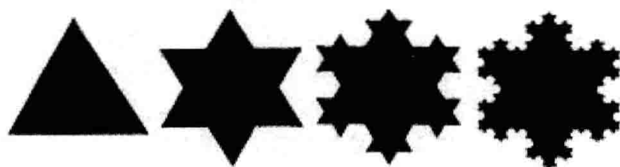


图 2-5　雪花的分形结构

从左到右，图案可以变得无穷复杂；从右到左，分解到最小的图形单元，还是这个等边三角形。自然界里到处都是这样的例子。比如说云朵、山峰、树、蕨类植物、河道和花椰菜，以及人体内的血管和肺毛细管、在 30 000 英尺的高空看到的海岸线，都是自然界的分形。其实，股价走势图也具有分形的特点，从年线、月线到分钟线，曲线形态的展示越来越细微，但无论你是观察年线还是分钟线，其实基本形态都是一样的。所有的东西都是隔远一点距离看，会显得更平滑流畅，因为你看不到细节。就趋势线而言，一张月线图看起来就比一张周线图更平滑，一张周线图又比一张日线图看起来更平滑，而一张日线图又比一张小时图更平滑。和这个比喻最接近的自然界物体是树和树的分杈。

我们引述来自网上的用树木整体和局部比喻不同周期价格走势的一组图形。

年线级别的走势图可看作一棵大树的主干，季线则可看作主要的树杈，月线为大树杈，下面的周线、日线、30 分钟、5 分钟是由大到小的树

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

枝，而 1 分钟则是小树叶。图形上这些树干、树杈、树枝和树芽可用长期均线组抽象出来，如下图所示。

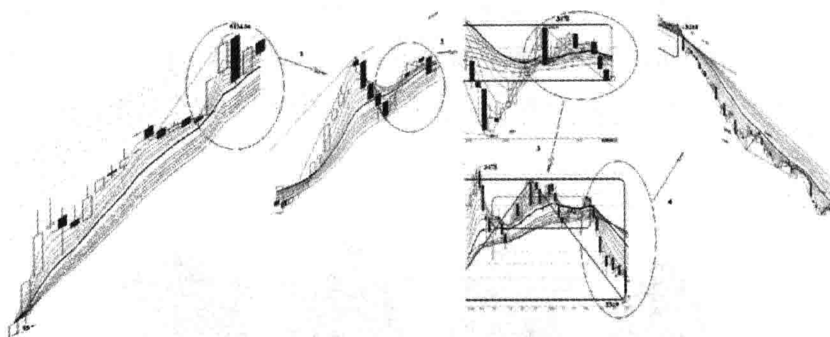


图 2-6 级别分解示意图 I

左一是年线图，像一棵健康的大树的树干，所有的均线都呈现出多头排列。左二是季线图，像主要树杈，均线仍然呈现多头排列，但是可以看到短期均线发生两次弯曲（价格波动）。左三是月线图，像是由树杈分出的一个大树枝，长期均线组开始走平出现疲态。在左三之下的图是周线图，这个树枝不仅曲折，而且一些均线开始发散向下，呈现出空头排列，并不是我们喜欢遇到的健康状态。最右边的图是日线图，为树枝（周线图）上分出的小树枝，走势已经明显向下发展。这就是同样一段价格走势，在不同微观层次（观察的时间周期）上的不同结论。我们如果从年线层次去看，这是一只走势向上的健康的股票。从月线和周线层次看，吸引力已经降低，走势不太健康。而在日线层次上看，会作出一个完全负面的结论。但是，且慢！

让我们再往更深层次看看。还是上面的那段走势，图 2-7 中左边为上图的日线（树枝），中间上面小图为 30 分钟、下面为 5 分钟，右边为 1 分钟小树芽。我们在 30 分钟、5 分钟的层次上都看到了健康向上的希望。这就是股价走势的时空辩证法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

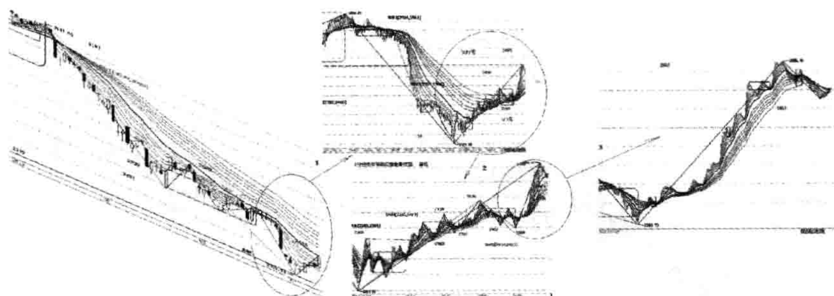


图 2-7　级别分解示意图 II

1.2　市场价格的几何构造

在国内曾有一位绰号"缠师"的投资界专家，深入研究了价格的市场结构。这个术语可以通俗地理解为在时空下如何分析价格走势。笔者引述其方法，让大家对价格的时空结构有更深入的理解。

既然笔者认为价格走势在不同的观察周期上是自相似的，那么就可以用几何的方法进行迭代和分解，得到更长周期和更短周期的价格走势特征。这种处理方法有点像是伸缩式的玩具，比如俄罗斯套娃，每个都一样，但是规模不同，有不同的使用价值。

我们留意观察图 2-8 中框起来的价格走势。这是某股票的日 K 线图。从日线周期看，这个走势已经相当纠结了。但是，比起它的 30 分钟 K 线图，这不过是个小儿科。图 2-9 是框中价格走势的 30 分钟图。

我们看到在日线图上，整体上看那一段是上升趋势，而在 30 分钟 K 线图上，这却是由上上下下 14 个小趋势组成的。而其中每一个上升的小趋势，和日线图那个上升趋势的形态是相似的。

为了说清楚不同周期上观察到的类似走势之间的嵌套关系，我们引入三个概念：分形、笔、段。有趣的是，"缠师"也用了和"分形"类似的术语，这就是他的理论①中的时空级别的概念。

① 他的这个理论被人们推崇为"缠论"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 2-8 股价日线图

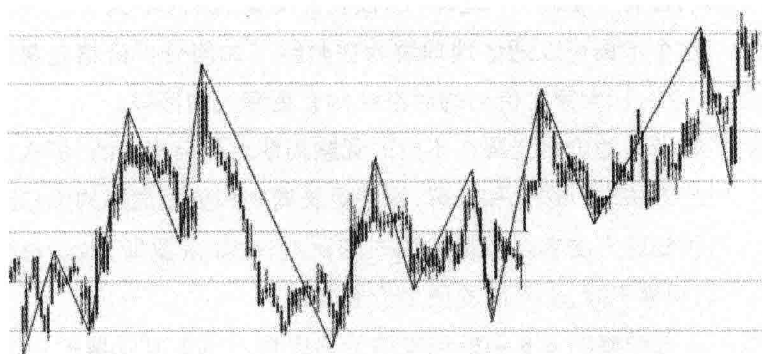


图 2-9 股价 30 分钟 K 线图

分形研究的是三条相邻的 K 线组成的形态，所研究的 K 线可以是任意时间周期，但是它们只存在两种形态，分别称为顶分型和底分型。具体如下：

在图 2-10 中，第二条 K 线高点是相邻三 K 线高点中最高的，而低点也是相邻三 K 线低点中最高的，这样连续的三条 K 线构成的图形称为顶分型，顶分型的最高点叫作该分型的顶，从最高点到最低点，成为该分型的区间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

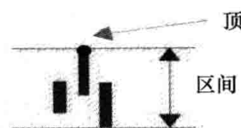


图 2-10　顶分型

在图 2-11 中，第二条 K 线低点是相邻三 K 线低点中最低的，而高点也是相邻三 K 线高点中最低的，这样连续的三条 K 线构成的图形称为底分型。底分型的最低点叫作该分型的底。

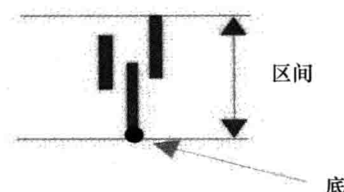


图 2-11　底分型

一般来说，在股价见顶的时候，在最高价位必然会出现顶分型，而在股价底部，也一定有一个最低的底分型。所以，有了一对相邻的顶、底分型，将最高价和最低价连起来，就形成了一条趋势线，这条线被称为"笔"。即笔是指包括两个相邻的顶和底之间的一个线段，如图 2-12 所示。



图 2-12　笔

我们略去了两个顶底之间其他的波动，这就是一种抽象方法。不管其中有多少个更小的上涨和下跌趋势，从整体上看，要么是上涨的趋势（向上笔），要么就是下跌的趋势（向下笔）。这种抽象做法，相当于换了一个放大倍数更低的眼镜来观察价格走势。学过数学和物理的读者都知道，这相当于对某个观察周期的价格曲线进行了"一阶"模拟。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只进行一次抽象还不够，经过笔的划分，任何一幅股价走势图必然可以被视为由向上或者向下的笔连接的折线段。这样上上下下的笔仍然让人看得眼花缭乱。我们再进行一次“抽象处理”，就引出了建立在“笔”基础之上的“段”的概念。

所谓“段”是至少由连续的三笔或者奇数笔组成的直线段。① 同时，有一个最基本的前提要求，就是构成段的前三笔，必须有重叠的部分。② 段无非有两种，从向上一笔开始的和从向下一笔开始的。段的划分是唯一的。

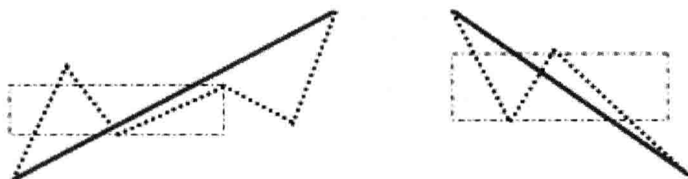


图 2-13 段

在图 2-14 中，我们看到了“段”是如何对“笔”进行抽象处理的。

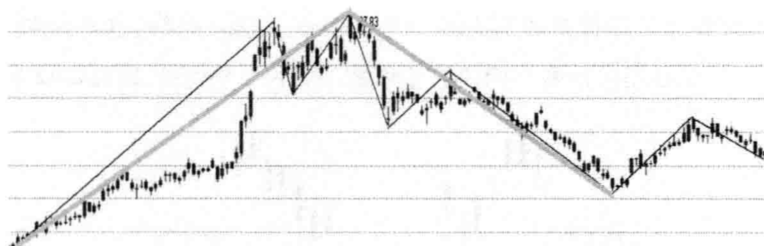


图 2-14 由笔到段

---

① “缠师”在原文中用的是“线段”，而笔本质上也是线段，为避免混淆，改为“段”。

② （1）线段由奇数个数的笔组成，最少三笔，且前三笔必须有重叠部分。（2）线段的结束：一个线段且可仅可由另一个线段破坏才能结束。（3）笔破坏线段。构成最低中枢的原则就是：① 把线段看作是一段没有内部结构的次级别走势；② 在上述前提下，仿照走势中枢的定义（即走势中枢是某级别走势类型中被至少三个连续次级别走势类型所重叠的部分），用三个连续的线段来构造最低级别中枢。简单概括，就是把每一线段看成其次级别走势类型，三个线段重合部分就构成最小分析级别的中枢。通过以上方法，我们用 1 分钟线段定义了 1 分钟的中枢，这就是“原料”，就可以构成 1 分钟的走势类型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至于为何是3以上的奇数笔，这和斐波纳契数列（甚至可以说是人类还没有搞清楚的某种神经心理、生理结构）有关。我们看到，无论是笔还是段，都是有方向的，从顶开始的段一定结束在底，反之亦然，即线段的两个端点必然分别是顶和底。两个端点如果同样是顶或者底，这样的连线不称其为段。因此，以向上笔开始的段一定结束于向上笔；反之，开始是向下笔，必然也结束于一个向下笔。如此，段与段相连，就形成了对某个周期的K线图的“二阶”处理，即改用更小放大倍数的眼镜来观察走势。这样可以忽略掉更多的价格波动“噪声”，把关注点放在较大时间周期的层次上，起到“一览众山小”的作用。

这种抽象方式可以无穷无尽地做下去，其实和观察不同周期的K线图的效果是一样的。我们用“缠师”的几何方法进一步阐释股价运动具有时间结构这一特征。

第二节　市场价格运动的时空结构

有了上节对价格运动的抽象方法，我们就可以进一步探讨价格的市场结构规律了。但是，通过上面的讨论，我们应该明确认识到，抽象的过程是有所牺牲的，特别是那些喜欢做短周期交易的投资者（比如日内交易，或者一周之内换手率较高的股民）①。但从积极意义上讲，这样做有助于过滤掉偶然性造成的局部和暂时的价格波动②，把握好大趋势和大的价格波动，不去追逐蝇头小利。

① 其实，即便是超短期的交易者，使用这种方法仍然是有利的，因为对于较低级别的K线，如1分钟、5分钟甚至30分钟，采用段作为判断走势的观察对象，可以过滤掉大多数偶然的价格冲击，以及一些短期操作对价格走势的扭曲影响。为了有效地过滤价格干扰信号，在分钟级别上，稳妥的做法是基于线段探讨中枢和走势，而不是采用笔或者分型。

② 抽象和过滤信号干扰的过程，实际就是忽略了人性中不稳定的心理冲动的过程，所以，缠论的方法论本身就是帮助使用者规避人性短暂时间内的波动，将注意力集中在较大的明显的趋势上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.1 价格走势的"生、住、坏、灭"

有了价格变化的级别概念，我们在这节引入另一个重要概念"中枢"，用来说明价格波动中的多空双方博弈的规律。把连续三笔或三段的重叠部分称为"中枢"，前者是笔中枢，后者是段中枢。[①] 所谓中枢，就是价格密集交易区。如图2-15的阴影部分。中枢其实就是买卖双方反复较量的过程，是多空交战到了势均力敌的价格区间，所以也称为"走势中枢"。

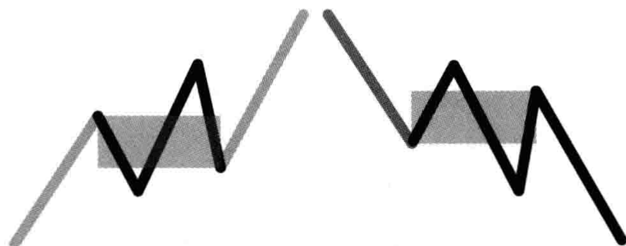


图 2-15 走势中枢（阴影部分）

我们已经知道，谈到任何走势都应该对应着某个时间周期，通俗地说就是级别。而价格运动之所以能称为走势，也因为至少包括了一个该级别（习惯上叫作本级别）的中枢。走势都是次级别以下的连接线段（可以是笔，也可以是段）和本级别的中枢组成的。换言之，走势中枢就是至少三个连续次级别走势类型重叠部分所构成。[②] 这样，我们结合

① 其实，相邻有重叠的价格元素，最基本的图形是分形，也可以看作是一种中枢形态，只是因为在较短的观察期内，分型并不是一种稳定可靠的形态，较容易受到偶然因素的影响。所以，分型这种中枢形态在应用时，必须考虑较长的观察周期，比如至少在周线、月线、年线水平上使用，才能减少偶然因素造成的信号失真和干扰。

② 这里有一个递归的问题，就是这次级别不能无限下去，同样，级别之次也不可能无限，在实际中，对最后不能分解的级别，其走势中枢就不能用"至少三个连续次级别走势类型所重叠"定义，而应定义为至少三个该级别单位K线重叠部分。一般来说，对实际操作，都把这最低的不可分解级别设定为1分钟或5分钟线。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“笔”“段”的概念，就能够更容易理解走势中枢的实质。走势中枢就是由三个连续的有重叠区间的笔或段构成的①，重叠区间的高点称为该走势中枢高点（ZG），相应地，该重叠区间的低点称为走势中枢低点（ZD）。这三个笔或段代表的是次级别的走势，构成了本级别的（走势）中枢。②

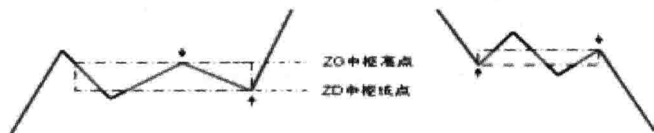


图 2-16　走势中枢的结构

实际上，这就是走势之间相生相长的递推关联关系。再往下推论，本级别的三个以上有重叠区间的走势段，必然将会构造更高级别的（走势）中枢，即三个以上的本级别的段中枢构成更高级别的中枢，三个以上的次级别的段构成了本级别的段中枢，三个以上更次级别的笔构成了次级别的段，由此，不断产生新的走势。

对于价格走势而言，可以概括为三类，即盘整、上涨、下跌，其中后两者合称趋势。盘整指的是在一段时期内，股票价格在一个相对稳定的价格区间波动时的状况。而趋势则是价格选择了明确的方向，最高或最低价格创出新高或新低。概言之，走势类型有且只有三类：盘整、上涨、下跌。

---

① 注意，选择段还是笔作为构造走势中枢的部件，需要考虑信号过滤的效果，在判断较大级别（周期）较长的走势时，比如周线、月线，并不排除使用笔作为实际操作中判断中枢的依据。简言之，通常使用线段来构成中枢，大级别的走势，可以用笔构成中枢。

② 我们用缠论中一个经典的走势结构来说明走势级别之间的关系。比如，日 K 线图里的一个完成了的上涨趋势，如果其级别是日线级别的，那么必然至少包含有两个以上的上移的三十分中枢以及中枢的次级别离开，即 a + A + b + B + c，其中 A、B 为三十分向上中枢，a、b、c 为中枢的次级别离开，其级别是由次三十分中枢或小于次三十分中枢确定的，并且至少包含有一个以上的次三十分中枢或小于次三十分级别的中枢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

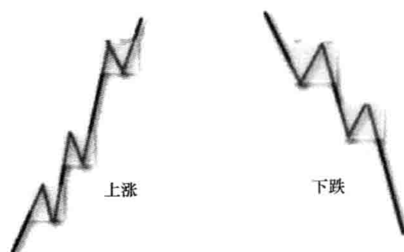


图 2-17 上涨和下跌走势

缠论是借助（走势）中枢来定义趋势和盘整走势的：在任何级别的任何走势中，某完成的走势类型至少包含两个以上依次同向且不重叠的走势中枢，就称为该级别的趋势。该方向向上就称为上涨，向下就称为下跌。在任何级别的任何走势中，某完成的走势类型只包含一个走势中枢，就属于盘整。

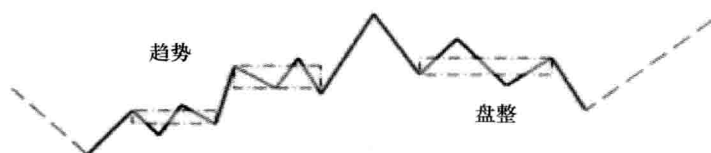


图 2-18 趋势和盘整走势

按照这个定义，一个完成的走势，或者只包含一个走势中枢，这就是盘整[①]；或者包含两个或以上的中枢，就是趋势。在连续的几段中如果没有走势中枢，这只能是一个正在形成中的走势。

股价的运动规律通常是一个从低价位起步，攀上高价位，再回到低价位的过程，其中有很多大大小小、或长或短的盘整、上涨和下跌过程，之后再周而复始。缠论用了一个颇具东方佛教哲理意味的比喻——“花开花落”，即“生、住、坏、灭”，来描述走势从起步到终结的过程，从不完美到完美，从起步到完成的过程。

---

① 一般来说，盘整的走势中枢的结构往往更复杂，盘整走势对应的是箱体震荡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一个走势中枢形成之后，可能出现中枢延伸，也可能出现中枢扩展，形成更大的走势中枢，甚至是出现中枢新生，产生完全不同的新的走势中枢。

缠论对于价格运动的规律表述为：

1."生"——中枢扩展和中枢新生

在我们考察的最低级别，连续三笔，如果有重叠（即所谓的具有相同价位的交易），就构成最低级别的中枢。这也是最低级别的盘整走势。之后，可能出现走势中枢延伸，6 个延伸段以上即可与前面的走势一起构成更高级别的走势中枢。或者，产生第二个同为最低级别中枢的走势，此时，我们要判断该走势中枢与此前的走势中枢一起构成了更高级别的走势中枢（走势扩展）还是产生了新的走势中枢（走势新生）。依次可以类推下去。一般来说，假设依次存在着 N（N>2）个中枢，只要依次保持着第 N 个中枢比第 N-1 个高的状态，那么就是上涨走势类型的延续；依次保持着第 N 个中枢比第 N-1 个低的状态，就是下跌走势类型的延续。在最低级别的上涨里，只有出现依次第 N 个中枢不再高于即等于或低于第 N-1 个的状态，才可说这最低级别的上涨结束。最低级别下跌的情况与此相反。

三个连续的低级别走势类型之间，如果发生重叠关系①，也就是三个低级别走势类型所分别经过的价格区间有交集，那么就形成了高一级别的中枢。这就是走势中枢的生长过程，实际上，这也是走势和走势级

① 不是次级别重叠高级别，而是次级别之间的重叠。两个以上不相重叠的同级别走势中枢，构成了更高一级别的走势中枢。要注意的是，次级别的连续三个走势类型都是完成的，才构成该级别的完成的走势中枢，如果还没完成，或是从这里直接掉头，则成为假突破，必须等时间来确认中枢形成，也就是确认其有效性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别的生长过程。①

2. “住”——中枢延伸

所谓“住”，就是走势在中枢中不升级到更高级别的走势中枢，比如未构成新的更高级别的中枢之前的盘整（即走势中枢延伸②）。“住”就是价格的盘整走势，没有明确的趋势。

3. “坏”——走势中枢遭到破坏

所谓某级别“走势中枢”的破坏，当且仅当一个次级别走势离开该“走势中枢”后，其后的次级别回抽走势不重新回到该“走势中枢”内。其中的两个次级别走势③的组合只有三种：趋势+盘整、趋势+反趋势、盘整+反趋势。

也就是说，如果是以一个次级别趋势的形式离开该中枢，则随后的回抽可能是次级别的盘整或反趋势；如果是以一个次级别盘整的形式离开该中枢，则随后的回抽只能是次级别反趋势。最有力的破坏是：趋势+盘整。

4. “灭”

所谓走势中枢的灭，指的是该级别的这一走势中枢已经不再有用，被“废弃”，成为历史的一部分。一个走势中枢形成之后的运动，无论是延伸还是扩展，当下的走势仍和该走势中枢有着密不可分的联系。当下的走势完美结束之后，旧的已去，新的将来，这是生死交替、新旧交接的时点。

---

① 虽然级别是从小到大逐级生长的，但是，在实际操作中，却要从高向低看。关于这一点，“缠师”认为：“站在纯理论的角度，是可以说低级别走势的积累、叠加构成高级别的走势，但这里没有什么必然的规律，如果有，就可以用这些规律把市场的走势给构造出来了，这显然是不对的。正因为如此，就不能从低级别看起，分析图形，要从高看到低。低级别走势的意义，是在高级别意义的彰显后才能彰显”。

② 三个连续的有重叠区间的盘整走势，或者连续6个以上的走势段构成了更高级别的走势。

③ 注意，离开走势中枢和回抽的两段走势，都是次级别的，这两个走势中也会有中枢，但这个中枢与我们所研究的这个走势中枢的级别是不同的，后者更高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当产生走势中枢的新生之时，经过三个连续的新生的走势中枢，股价就进入了一个全新的与之前的走势中枢具有量和质的区别的新境界。这时，原来的走势中枢已经不再对新的走势产生任何影响，成了过去的记录。

2.2　威廉姆斯对价格运动规律的解释

“缠师”用自己的一套概念和经验法则诠释了价格运动的规律，这个体系从结构上看是非常精致的。但这套方法难说是他的发明。在国外也有采用同样原理的方法，比如拉里·威廉姆斯就将顶分型分为短期的、中期和长期的高点[①]。同样，底分型也这样分为短、中、长期的低点。图 2-19 就是用这种方法找到的短期低点和高点。

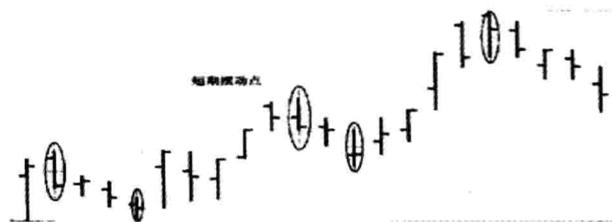


图 2-19　高点和低点

除了采用的是美国线而不是蜡烛图这一点不同之外，短期高点和短期低点分别对应着顶分型和底分型。将这些短期高、低点用线段连接起来，就得到了和“笔”一样的趋势图，见下图。

按照威廉姆斯的说法，不用任何计算器、电脑或数学公式，我们就可以找到市场的中期高、低点，如下图。

---

① 如果任何一天的前后都有较低的高点，我们能把它定义为短期高点的话（价格内移日不算），那么我们可以再向前迈一大步，把前后都出现较低短期高点的短期高点定义成中期高点。现在系好安全带，因为我们还要再进一步：任何中期高点，只要前后两侧的中期高点都较低的话，我们就说它是个长期的高点。通过这种方法就能确定市场短期、中期、长期三个重要的摆动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

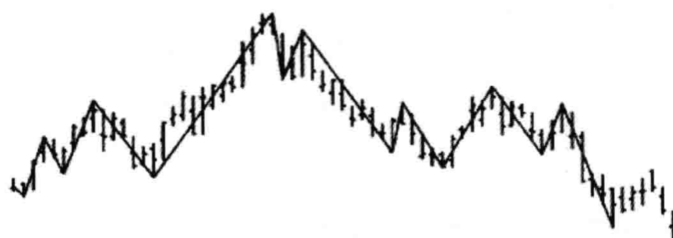


图 2-20　连接高点和低点

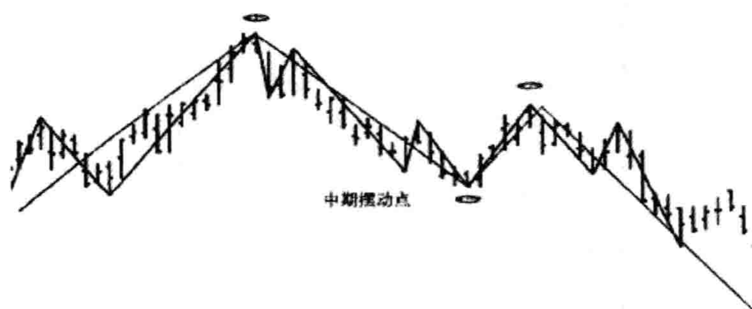


图 2-21　市场中期的高点和低点

在上面两个图中我们看到了市场的短期和中期趋势。同理也可以得出长期高、低点和市场的长期趋势。见下图。

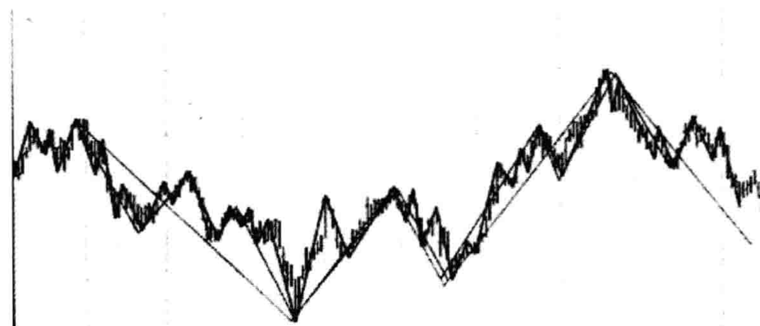


图 2-22　市场短、中、长期摆动

相信很多人已经看出来了，威廉姆斯的短期趋势线就是前面说过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的“笔”，中期趋势线对应的是“段”，这里出现了比缠论更高一阶的抽象，即“长期趋势线”。当然如果我们愿意，也可以在“段”的基础上声称一种称为“超级段”的东西，来和威廉姆斯的“长期趋势线”相对应。

这应了一句话“条条大路通罗马”，中国人说“殊途同归”。方法不同，结论却相似。它们都点明了市场价格的运动结构特点——市场从一个点到另一个点以循环、摆动和急涨急跌的形式运行。当后一日的价格不能创出新高并且跌落到前一日的最低点以下时，“一轮”价格的上行运动结束了。当后一日的价格不能创出新低并且升到前一日的最高点以上时，“一轮”价格的下行运动结束了。

我们这里所说的“一轮”带有时间周期的概念。用威廉姆斯的方法确定的长、中、短期不太容易和股票软件上的不同周期曲线对应起来。而这正是缠论的优势。

为方便在使用股票行情分析软件时使用级别的概念，可以将级别与K线图上的笔、段作出虽然有点粗略但并不影响使用的对应，比如日K线图上的段中枢的级别为日线级别，30分钟K线图上的段中枢的级别为30分钟级别，其他可类推。这种对应方法可能不够准确，但是基本上可以确保操作中的精确度[①]。简而言之，某周期的K线图上，其上的段是次级别的，即构成段的笔中枢为次级别，离开段中枢的笔是次级别以下（包括次级别），而由段构成的中枢与K线图周期级别是一致的。由此我们作出下表，以方便使用。

① 例如，5分钟K线图标示的级别与30分钟K线图标示的级别不一定能够对应，但可能与15分钟K线图标示的级别对应，那么就用后一个。同样，30分钟的也不一定和日线对应，在使用时可以相机灵活处理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2-1　级别与 K 线图

对应的 K 线图	段中枢	段、段内的笔中枢		笔	使用场合
周 K 线图	周级别	日级别	日级别	30 分钟或以下级别	中长线用
日 K 线图	日级别	30 分钟级别	30 分钟级别	5 分钟或以下级别	中短线常用
30 分钟 K 线图	30 分钟级别	5 分钟级别	5 分钟级别	1 分钟或以下级别	短线用
5 分钟 K 线图	5 分钟级别	1 分钟级别	1 分钟级别	1 分钟或以下级别(走势段)	短线和超短线用
1 分钟 K 线图	1 分钟级别	1 分钟以下级别(类似笔,称为走势段)	NA	NA	常用于 T+0

在了解了市场的时空结构之后,还要再多说一句,大概读者最关心的就是应该在什么时间周期上进行观察和操作,才能最赚钱？这个问题的经验答案是市场的中期趋势提供了比较多的获利机会。这对应的是日线、周线和月线图。你可以结合本节的方法和周期之间的对应关系,选择不同时间周期的 K 线图。要留意的是,在越短周期的 K 线图上,你看到的市场“噪声”也更多。在不同周期的 K 线图上进行比较,是一个相互印证和去除市场“噪声”干扰的好办法。

第三节　老板是价格,资金是马仔

资金难以束缚想象力(心理),心理可以驱动资金,但是前提别忘了,市场上必须有足够的可以动用的流动资金。

——安德烈·科斯托拉尼

经常有人说价格是市场中最重要的因素,除了价格什么也不用看。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这话说得非常偏激,价格是表象,是资金活动的表现。价格和资金两者之间的关系就像老板与马仔。老板固然重要,是定盘星,但是干活却主要靠马仔之力。用经济学原理说,就是供需决定价格,供需平衡的时候,价格自然就出现了。当然,价格有时也起到引导作用,引导资金进入或者退出市场,追捧或者抛弃投资标的,这就像老板,指明方向是其责任,但是真正要达到那个价格目标的,还是需要真金白银。

近在身边而且极为明显的一个例子是 QE 对美国股市产生的影响,道琼斯工业指数从 2009 年 3 月的低点 6 469 点一路上扬,至 2013 年 12 月涨到历史高点 16588 点,涨幅高达 156% 。标普 500 指数在此期间也从最低点 666 点涨到了历史高点 1850 点,涨幅也高达 178% 。这轮牛市刚好与 QE 实施的时间点完全重合。2013 年 5 月,Zero Hedge 网站公布了一项实证统计结果,那就是标普在有 QE 情况下和无 QE 情况下的表现。统计结果显示,在有 QE 的情况下,标普累积上涨了 1142 点,而在没有 QE 的时间(QE1 结束至 QE2 开始之间的半年以及 QE2 结束到扭曲操作开始前)标普则下跌了 290 个点。[①]

对成交量的标准解释从一开始就是交易文化的一部分。“量在价前”说的就是成交量是股价的先行指标。一般说来,成交量是股价的先锋官,当成交量率先于股价发生某种显著的变化时,这种变化迟早都会在股价的走势上反映出来。[②] 成交量总是被认为与价格波动相关。下表列出了成交量和价格的组合。当成交量下降的时候,无论价格上升还

① 参见《华尔街大泡沫:联储放水 4 万亿美元吹起美股牛市》,http://finance. sina. com. cn/world/20140124/235718078644. shtml,2014 年 9 月 15 日访问。

② 米尔顿・弗里德曼指出,每一次牛市行情之前,都出现了货币发行量的高峰。1919—1929 年,货币年增长率达到了 3.9% ,而美国股市在 1923—1929 年间,升幅达到了 333% 。日本股市在 1983—1989 年间的涨幅更大,达到了 387% ,而该国的货币供应量在 1980—1990 年间上升了 9.1% 。美国股市牛市行情从 1994 年一直延续到 2000 年,股价升幅达到 320% ,而年度货币供应量增幅从 1980 年到 1990 年也达到了 4.1% 。一旦货币供应不可持续,骤减或出现流动性困难,股市难免陷入熊市,如 1929 年、1987 年和 2008 年的暴跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是下跌，都很难确定明确的价格变化趋势。

表 2-2　成交量与价格的关系

成交量	价格	解释
上升	上升	成交量确认价格上涨
上升	下降	成交量确认价格下跌
下降	上升	成交量代表微弱的价格反弹
下降	下降	成交量代表微弱的价格回撤

另一个常识是高成交量和高波动率通常同时发生。有时成交量很高，但是价格可能在整个交易日里几乎没什么变化，这只是说明买卖双方的博弈力量相互基本抵消了。但是，这种情况如果不是人为操控，比如同时进行买卖两个方向的对倒交易，这种极度平衡的状态是很少出现的。一旦多空博弈出现失衡，价格则可能朝着任何一个方向运动。所以，高成交量意味着高风险。

交易量的变化有“缩量”和“放量”两种，指的是单日成交量低于或高于前几个交易日的成交量的平均值。放量意味着大家在同一时刻跳上了小船，风险明显增大了。放量时股价保持不变的机会很小，意味着一个关键的价格转变时点即将出现。人们通常会把放量作为价格反转的一个准确指标。①

放量可能表现出无序的状况，在低价位时，多数是一种无强庄的体现，后期走势具有很强的随机性，方向选择还要看大盘的走势而定；在高位则是主力不择手段派发的结果，下一轮上涨可能要等待很久。

持续“缩量”代表着市场成交极为清淡，在这一时期大部分人对市场的后期走势看淡的意见趋于一致。

---

① 主要发生在股票的“建仓期”和“出货期”及股价启动、上涨、突破前期高点或重要关口时。因为成交量的放大是由买卖双方共同促成的，所以“放量”容易发生在市场趋势的转折处及新局面的确立处，因为在这些位置市场各方力量对后市的看法分歧逐渐加大，在一部分人坚定地看多或看空的同时，另一部分人却在坚定地看空或看多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“缩量”一般发生在明确的上涨和下跌阶段，在这一时期大家都对后市的看法趋于一致。①

在这里重要的是判断多大程度的交易量变化才值得关注。量比是一个较常用的指标。它将某只股票在某个时点上的成交量与前一段时间内的成交量平均值进行纵向比较，是监测成交量异动的重要指标。人们总结了一些经验法则用于判断成交量的变化程度：0.8—1.5 属于正常波动范围；1.5—2.5 倍之间为温和放量；在 2.5—5 倍之间则为明显放量；5—10 倍则为剧烈放量。对于量比出现 2.5 倍以上变化幅度的情况，要同时留意关键价位（支撑、压力）是否被突破，这时市场力量可能出现了明显异动，价格波动风险遽然加大。10 倍以上的成交量变化，需立即提升警戒水平到最高级别，全方面检查原因。

3.1　成交量的变化形态

除了数量异动指标，还可以从成交量的形态变化上观察到市场上博弈力量的演变。下面我们总结一些常见的成交量图形。

正三角形成交量，指成交量柱由短到长呈逐渐增加的趋势，如下图所示。

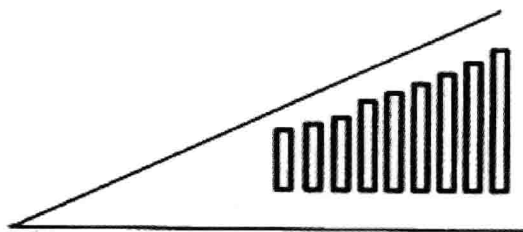


图 2-23　交易量成三角形上升

① 其中一种下跌是受到人为强力操控的“洗盘式下跌”，此时也会出现“缩量”现象。庄家在每次大规模建仓之后、大幅提升股票之前，或是拉升过程中的“震仓阶段”，为了驱赶获利的浮筹，减轻拉抬压力，都会不同程度地向下压低股价，这一时期股价下方也会形成明显的“缩量”现象。这种“缩量”是对主力控盘程度、市场筹码属性的最好检验，往往成交量萎缩得越彻底，越说明主力的控盘能力强。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显示投资者对市场开始关注和参与,导致成交量渐增,体现的是市场投机心理渐渐加重,也许很多人是冲着短线利益而来的,对于价格的支撑作用存疑。从另一个方面来讲,成交量的这种几何式增长,通常不能长时间延续下去,在这个成交量增长过程中,没有出现消化过程,获利盘及跟风盘则越聚越多,导致价格反转的风险因素累积,对未来的价格发展难免造成破坏性作用。

倒三角形成交量,和正三角形成交量正好相反,指成交量柱由长到短呈逐渐减少的趋势,如下图所示。

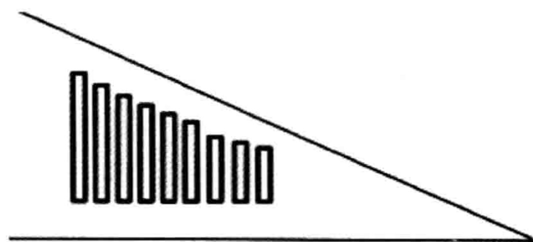


图 2-24　交易量成三角形下降

正常情况下,倒三角形成交量应该反映出投资者不看好市场发展,减少参与和交易,导致量减价跌。这在理论上是合乎逻辑的。但是,这种形态毕竟过于整齐,而在实践中,确实存在着利用这一形态反向操作的情况。如"量减价升",就是随着成交量的减少,股价却出现一定升幅的反常格局。但是,股票在上涨阶段成交量出现这种形态还是可以解释为投资者的惜售心理,并且价格越涨,惜售心理就越明显,成交量自然也就跟随着逐渐减少。当然,在股票被高度控盘、市场上浮动筹码较少时,也会出现这种表现。

三角形成交量,是由"正三角形"与"倒三角形"组合而成的,"成交量柱"先由短到长呈逐渐增加的趋势,然后又呈由长到短逐渐减少的趋势,如下图所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 2-25 三角形交易量

三角形成交量显示了投资者操作和心态变化过程中的两种极端走势，开始由于受到市场环境的影响，投资者的态度与策略逐渐由谨慎变得狂热，成交量也随之不断放大。如果这种趋势得不到维持，在到达某个高点后，投资者由多翻空，成交量也随之不断萎缩。因此，这是一种极不稳定的成交量形态，对后续价格走势通常是负面的。①

凹形圆弧成交量，这种成交量的分布情况先是由大到小慢慢地萎缩，然后再由小到大慢慢地放大，整个过程较为平缓、细腻，总体上呈现出“圆弧底”形态，如下图所示。

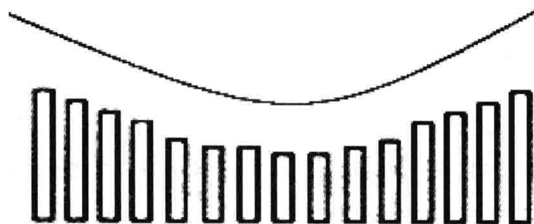


图 2-26 凹形圆弧状交易量

从庄股角度上讲，反圆弧形成交量如出现在庄家建仓后的洗盘阶段、“主升浪”来临前的修整阶段或拉升过程中的回档阶段，是筹码已被有效锁定的一种体现，它代表着市场上多余的浮筹已经渐渐枯竭，在此情况下主力又重新投入资金发动新的攻势。如从投资者的操作心理层

① 在股价连续拉高后出现三角形成交量形态时要特别防范价格可能正在或将要形成顶部。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面来讲，它是投资者心态由疯狂到理智，又由理智到明智的转变。因此，反圆弧形成交量如出现在适当的点位，通常都具有积极的操作意义。

长方形成交量的结构也称为“量带”，在规定时期内，它的每一根成交量柱的长短都比较接近，整齐地排列在一起，如下图所示。

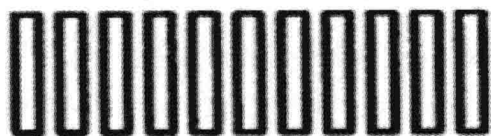


图 2-27 长方形交易量

“量带”是由一股持续而稳定的力量不断滋生、不断汇集而形成的。搞清楚是什么样的力量在起作用，非常重要。大多数都出现于价格运动的低价位区，是有计划地建仓的典型模式。[①] 巨额“量带”出现在低价位，一般是建仓吸筹的体现；在高价位则可能是庄家在对敲出货。而低矮“量带”在高价位则可能是庄家在悄悄派发。

3.2 成交量推动的价格上涨走势

成交量是推动股价上涨的动力与源泉，股票扬升的幅度越大，就需要越大的成交量相配合。也就是说，在上涨过程中，股价突破前一波的高峰时成交量也要伴随着相应的放大，并高于前一价格波段形成时的成交量水平。而在股价的波段性高峰下方会堆积出“量堆”，股价在后来突破这些量峰与价峰时，多方必须投入更大的兵力，才能消化掉前期遗留下来的不稳定筹码，并为股价继续创出新高提供动力。

股价在低位经过长期做底，必然会走出新的一轮上升行情。这是阳极必衰，阴极必反的道理。此时出现成交量持续增加，而“阳柱”数量明

---

① 有些庄家在收集筹码的时候，特别有计划，注意分寸，每天都把成交量的多少限制在一定的范围之内，这样久而久之就形成了一条“成交量带”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显多于"阴柱"数量①，预示市场在底部慢慢积聚上涨动力，但是出于各种原因股价的表现大大逊色于其成交量，基本上是原地踏步，或是以小阴、小阳缓步攀升。之后，成交量持续增加，股价也逐渐形成上升趋势，即"量增价升"阶段。

再经过放量突破②，股价就进入趋势明显的上涨时期，这时成交量能够维持在一个相对稳定的水平上。股价在连续上涨之后，成交量开始逐步减少，但股价仍在继续上升，这是最后的惯性上涨阶段，危险正悄悄降临。

在经过缩量惯性上冲后，价格将成为强弩之末，如果此时出现了股价走平的趋势，则正是这种转势过程的过渡阶段。这个阶段可能随时会因为意外事件的出现导致价格转向下跌。

无论是个股还是大盘，在经过连续上涨后都会使其人气变得十分火暴，从而吸引大量短线客与追涨者的疯狂跟进，但真正的主力会在这一时期大量地抛出筹码、兑现收益。此时散户的疯狂购买正好与主力的大量抛出促成了市场中巨大的成交量，随着空头能量的不断释放，散户的购买能力也会渐渐地枯竭，最后主力成了"散户"，散户成了"主力"，市场失去主导，势如散沙般的股价再也无力攀升，接下来便是回落了。同样，无论是个股还是大盘在经过连续下跌后，都会使其人气变得十分冷清，该跑的都已跑得差不多了，没跑的也因亏损太大而不会再跑了。眼看着连续下跌的股价，投机客们满脑子想的都是应该什么时候去抄底，但反弹征兆没有明确之前又没有人敢去接盘。随着人气的不断低迷，成交量已萎缩到了极为稀少的地步，此时只要稍有买盘就会将股价拉起，

---

① 阳柱是指当日出现阳线的交易量柱，反之则称为阴柱。

② 有一类股票在以放量向上突破之前，并没有明显的主力建仓过程，股价在突破时所释放出的巨额成交量是孤立的，与前期所形成的成交量毫无呼应。这种突破大都不会形成有效的上涨行情，乃短线庄家所为，其目的就是通过对倒来吸引投资者的眼球，以达到短线进出之目的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一旦股价被向上拉起，就立即会得到短线客及套牢盘的回应，该抄底的抄底，该摊平成本的摊平成本，股价也会随之而来走出一小段反弹行情。

3.3 成交量不济引发的下跌走势

一般情况下，股价升得越高越是需要更大的力量来维持并推动，一旦成交量不能维持或者减少，股价就将逐渐出现走软、下跌等现象。

“下跌不需要成交量”，这是股市经验之谈。在下跌行情逐渐明朗的情况下，主动购买的人数和购买力在减少，所以成交量也逐步萎缩。

成交量持续减少，股价趋势开始转为下降，即缩量下跌，说明多数人都不愿意进场接盘，股价会持续阴跌，直至杀跌动能枯竭为止。但是，也有可能出现在稳定的成交量配合下股价却不断下挫，这时股价已经进入了下跌阶段。

股价在经过长期而大幅的下跌之后，成交量开始增加，表明市场进入极度恐慌状态，大量的套牢盘夺路而出，同时多头力量也在不断地介入，大的成交量过后股价极有可能产生报复性反弹。

第四节 股市价值规律：给价值投资者的一贴安慰剂

> 股票就像天气，永远都在变化且捉摸不定、难以把握，而企业价值则是气候，始终在缓慢而有规律地变化，而且是可预测的。
>
> ——贾森·茨威格

长期来说，股市是称重机，这是颇得股市心理之道的凯恩斯的看法。这话的另一半是“短期来说，股市是投票机”，也就是他所说的类似选美比赛那样的投票机制在起作用。投资情绪变化是股票价格变动的因素。股票价格在一天内上涨了10%，不是因为公司的基本情况有所改变，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是因为在投资者眼中，公司比以前更值钱了。然而，在现实的商业世界里，企业价值在短时间内的变化极为有限。[①] 人们的认知和情绪难以真实地反映企业此刻的价值。

对于价值投资者来说，他们看重的就是股市"称重机"这个作用，尽管股价的波动在短期内几乎完全和价值基本面无关。有个网友的看法非常精辟——短时间看，市场波动值远远大于企业内在增长值。这个结论可以这样简单计算得出：

> 假如一个企业每年增长50%，即便能够平摊到每一天，平均也只有0.2%的正增长（当然，这种算法本身就不靠谱），而股价每天波动5%都很平常。实际上，从企业经营的角度看，如果不是处于快速成长期（大多数企业上市时都已经进入了稳定成长阶段），要想达到每年增长50%的目标是相当困难的。所以，正常企业的真实内在价值在大多数日子里几乎没有任何变化，相比之下，股价的变化可能是其价值改变幅度的成千上万倍。另一种极端情况是，尽管企业处于良好的经营状态，却难获市场青睐，每日交易疏落，价格几乎长年不变。这些都是价格与价值背离的例子。

尽管如此，经过长时间的观察，确实看到股市呈现出了长期上涨的走势。价值投资大师的个案也证实了价值投资确实存在。我们在此引述一些价值投资学派的研究成果，尝试给出超越价格和成交量波动的解释。

① 当然，投资者经常会因为某个有关上市公司的利好信息而追捧一只股票，并将其解释为"价值新发现"，这种情况是存在的，但是需要留意确认。股票市场基本上是弱式有效的，除非黑天鹅事件，否则应该此前就会在股价上有所反应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.1 股市的如来佛掌心——均值

回归均值规律,应该是最有利于价值投资者的理论。根据芝加哥大学的罗杰·伊博森(Roger Ibbotson)和雷克斯·辛克费尔德(Rex Sinquefield)关于股票回报的研究,在截至2010年的85年里,股票的平均年回报率是9.9%(包括股价增值和分红)。

如图2-28显示,股市的回报一点都不稳定。在很多时间里股票的回报远高于9.9%的均值。在部分时段股票的表现惊人,有时一年的升幅高达40%或以上。而在另外一些时间段里,股价的表现像是在做自由落体运动。

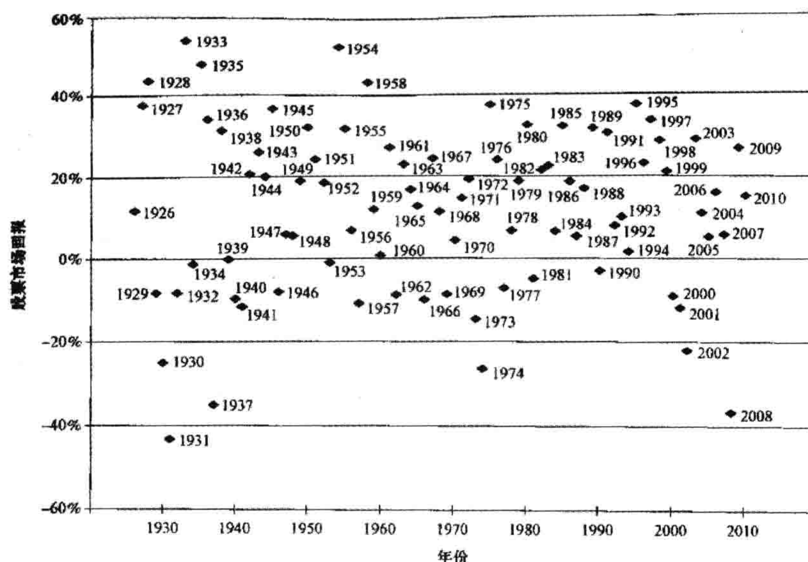


图 2-28 股票年回报率 1926—2010(来源:大卫·德雷曼,2011)

长期看,无论热门股还是冷门股都会回归均值,这归因于收益异动和其他基本面因素,导致"最佳"股票表现不佳,而那些被认为"最差"的股票则表现优异。这个结论经受住了市场历史的检验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只要企业的基本面保持稳定和持续成长，其估值底限会不断提升，长期看，股价向估值中枢回归，必然也体现为不断上升的趋势。这样的企业的股票是可以较长期持有的。最明显的例子是万科，1988 年以前，万科的年收入只有几千万元，2012 年已经超过了 1000 亿元，年复合增长率超过 25%。这似乎还不是终点，万科提出了再下一个 10 年内做到规模超 3000 亿的目标。

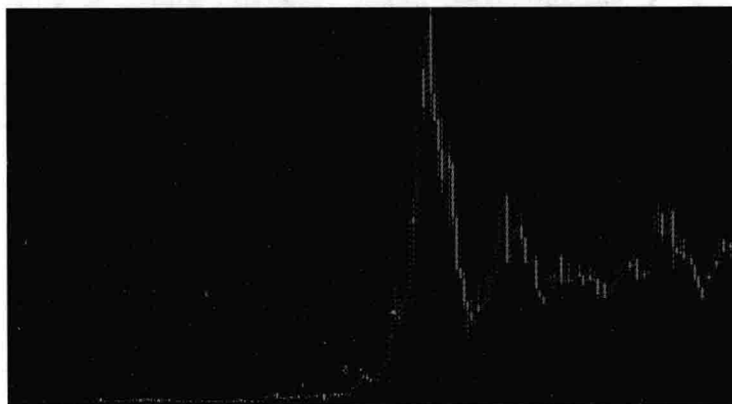


图 2-29　万科自上市至 2014 年 6 月的月 K 线图

万科直到 2005 年 12 月最后一天（图中箭头处）的收盘价只有 1.49 元，此后股价才开始攀升。我们可以看到，超级散户刘元生在寂寞的等待中默默持股了 15 年，才开始慢慢体验到股价飞升的快感。从忍耐和等待的时间上看，刘元生的远见卓识甚至超过了巴菲特。同时也证明了前面的结论，即好公司并不一定意味着股价一定要上涨，但是，长期持有的回报却是丰厚的，而在这个过程之中，投资者无须因担忧股价而无法入眠。

巴菲特认为，一家企业在 5—10 年里显示出连续稳定的盈利能力时，是具备持续竞争优势的一个重要标准。在国内，类似万科这样经过了马拉松长跑后依然给出靓丽业绩的上市公司并不多。按照巴菲特的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资标准,万科是值得做价值投资的。我们还可以再看看另一家值得价值投资的中国公司——贵州茅台。2001 年下半年上市之后,从 2006 年开年,股价才开始快速攀升。此前股价表现较万科好。



图 2-30　贵州茅台自上市至 2014 年 6 月的月 K 线图

在中国股市里,巴菲特的长期持有和集中投资原则,因为无法判断管理层的可信任度而失去了存在的依据。投资者必须时刻睁大眼睛以防范突然发生的不测事件。在当下的中国,作为投资者,不得不先将巴菲特的"集中投资、长期持有"放在一边,而改用"买入、持有、卖出"带有投机色彩的改良价值投资模式。也有人称之为"价值投机"。其基本判断是:中国企业要面对世界竞争的环境,中国本身的公司环境、管理层的管理水平、中国人的文化传统和价值体系与西方企业有很大的区别,中国不容易形成具有世界竞争力和核心壁垒的超级公司。

基于这样的认识,中国的价值投资者可以将精力集中于企业在未来 3—5 年的发展,并且每半年做一次回顾和确认。巴菲特在二级市场买入股票也是有观察期的,通常是一年之内,如果确认值得长期持有,才会延长持有时间。这就不难理解,在巴菲特的投资组合里,超过 55% 的股票投资持有时间在 3 年之内,5 年之内的也只有 70% 。如果我们把巴菲特的投资按长、中、短期加以分类,长期投资仅占 16% ,中期投资次之,约为 29% ,而短期投资最多。巴菲特的投资风格也接近于波段操作,只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是他的投资标的选择不多，买卖也不频繁。在 A 股，波段操作是合适的，短线交易通常发生在买入的 6 个月之内，中长线持有周期以 6—24 个月居多。

我们以万科和贵州茅台为例，可以看到，值得价值投资的股票在初期并没有表现出特别卓异之处。而在快速的增长期之后，回落的幅度也是惊人的，如果投资者买在阶段性高点，在较长时期内仍不得不面临是否中途放弃的考验。唯一可以确认的是，从长期看，这些优质公司的估值中枢是不断上升的，只要投资者以足够安全的价格买入，无须过度担忧投资失败的风险。

另一个需要提醒的是，按照基本面选股，要留意行业发展周期和企业成长周期。对于万科所从事的商住房地产而言，高利润率的快速发展阶段已近结束，虽然还有二、三线城市的区域性机会，但综合增长率会逐步下降到一个稳定的水平，万科如果继续在这个领域发展，其估值中心会趋近于一个收缩的三角形中。而茅台所在的白酒行业还处于高速发展的前期①，茅台作为龙头企业，估值中枢还有可能再创新高。

4.2 巴菲特的真面目

巴菲特的投资理念在中国股市引起了很大分歧。赞成价值投资和反对它的人，旗鼓相当。也许是因为信奉技术分析的一派并没能长期地保持炒股业绩，有些人在步入辉煌之后，甚至跌入尘埃，从此一蹶不振，

① 券商研报指出，2009—2010 年是白酒行业黑马频出的两年，行业出现两个两年十倍的公司（古井贡酒、金种子酒）、四个两年五倍的公司（山西汾酒、老白干酒、酒鬼酒、沱牌曲酒）、一个一年三倍的公司（洋河股份）。券商认为自 2011 年起，白酒行业将从黑马频出转向白马的跑马圈地。另外，目前行业 CR5 的行业集中度不到 16%，行业需要整合加速，这个过程是快速成长阶段的特征，大多数白酒公司开始公布或规划其十二五的发展规划，发展目标从 40 亿到 250 亿不等。按各公司的规划来预测，2015 年将出现 5 家 200 亿规模以上企业、2 家 100 亿规模和 2 家 50 亿规模的企业。贵州茅台 2000 年至 2010 年期间零售价的复合增速为 11.35%，还有提高的空间，也说明贵州茅台仍处于企业快速成长阶段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而让这一派的人士缺乏反对价值投资的底气。尽管很多人从根本上认为价值投资不适合中国国情，但毕竟有相当多的人靠长期坚持获得了不菲的收益。这像是一场龟兔赛跑，就中国股市二十多年这一时间长度看，纯粹的技术分析派少有人最后胜出，而价值投资派虽然赢得没那么耀眼夺目，但毕竟有成功的案例。我们可以看到有人投资 1 万元，14 年后收获 100 万元的故事[①]，其真实性也许无法考证。更为人熟知的是，投资万科的刘元生，初始投资 400 万元，持股 18 年，收益超过 180 倍。[②]当然，一些一时风头无两的股票，比如长虹电子，后来也曾败走麦城。对于价值投资的争论，从未停息过。

巴菲特是位典型的价值投资者，他的做法是“买入并长期持有”，除非股票价格超过他判断的价值，否则就不卖出。巴菲特这样做的“底气”何在？就在于他对于选择投资标的的功夫，远远非常人可及。[③] 当然，这不意味着他是神人，有超出常人的预测能力，能洞察企业十数年后的际遇。巴菲特认为：“所有这些研究都将促使我们回到这样一个最核心的问题——我的第一个问题，同时也是最重要的问题，就是我是否了解这个企业。至于了解，我的意思是从经济角度，对企业未来 5 年或 10 年的状况有一个合理认识。”巴菲特通过一项严格的投资纪律来确保选择的正确性，这就是“不熟不做”，保持足够的安全空间。

有人对巴菲特 1977 年到 1994 年 18 年间的投资组合做了分析，发现除了完全收购的公司，其持股时间超过 8 年的股票只有 6 只，约占股票组合的 16%，而持股时间不到 3 年的股票数占组合的 55%。可以看出，即便对于素有长期持股的价值投资大师而言，其投资组合中也有超

---

① 参见《草根股民滚雪球：14 年赚 100 倍》，载《北京晚报》2009 年 2 月 22 日。

② 参见《万科价值投资》，http://wenku.baidu.com/view/db56e1ea551810a6f524865c.html，2014 年 9 月 15 日访问。

③ 巴菲特的选股标准可以用“高帅富”进行概括：毛利率持续（连续 10 年以上）高于 40% 的堪称是“高”，净利率高于 5% 以上叫“帅”，再加上净资产收益率高于 15% 的“富”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过一半的股票属于短线或者波段操作,真正属于长线持有的股票最多只占两成。以"二八规律"看,巴菲特的主要投资风格的侧重点也很难说是纯粹的价值投资。当然,我们也可以将其持有时间不超过 3 年的股票视为"尝试性买入"的试验期,那么,符合长期持有标准的股票数量占组合的比例可以提高到 1/3,仍旧低于 50%。这只是从股票的个数上所做的统计,实际上,如果按照每只股票的市值或者购买的数量统计,持股时间长的股票,相应的数量也较多。按照巴菲特披露的截至 2009 年 12 月底的普通股投资组合,其长期持有的美国运通、可口可乐、威尔斯法哥和华盛顿邮报占股票数量的近 6 成(但是华盛顿邮报这只被保留了 37 年之久的股票,已经被大幅减持,只剩 140 多万股)。按照市值计算,这 4 只长期持有的股票占其投资组合总市值的 49.6%(以 2009 年 12 月 31 日收盘价计算)。

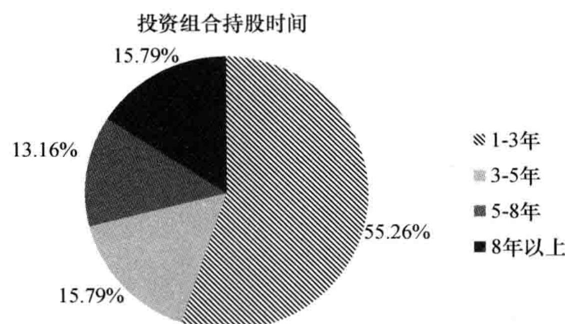


图 2-31　巴菲特的投资组合中股票持有时间

截至 2009 年底巴菲特的投资组合中,发现只有华盛顿邮报、美国运通、可口可乐和威尔斯法哥等 4 只股票仍被其继续持有,持有时间分别为 37 年、16 年、22 年和 20 年。尽管巴菲特的价值投资理念中有"集中持股"这一条,但是由于他管理的资金规模巨大,他买入的股票种数并不少,巴菲特在 1980 年持有股票 18 只,1987 年持有的股票数量最少,只有 3 只,而在 2009 年持有 32 只普通股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们可能会以为，价值投资者不在意买入的时机，这也是误解。巴菲特的投资哲学中特别强调以最好的价格买入最优秀的股票，这是其一。另一方面，当经济整体进入衰退周期时，任何投资都很难获利。比如，20 世纪 70 年代初期，美国经济出现“滞胀”，股市持续低迷，这期间巴菲特在 1969 年解散合伙公司，在此后 5 年时间几乎没进行任何投资操作。1974 年他再次大量购入股票，在 1987 年美国股市大崩盘之前基本抛光。

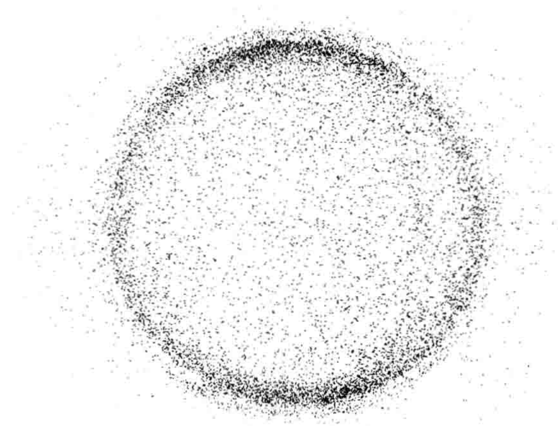
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

人性放大镜下的炒股心理

只有那些从大众普遍心理挣脱出来的人，才是赢家。

——安德烈·科斯托拉尼



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节 炒股人常见的认知和心理误区

市场是提供无数机会的天地，同时却也用一些最不利的心理状况考验每一个人。

——马克·道格拉斯

不能不说的是，比起心态放松和淡定的价值投资者，以及依靠机器和程序指导的量化投资者，股市中最浮躁的一群人是技术分析派和仅凭直觉进行交易的人。这后两种人，在中国的股市投资者中，估计至少占到了九成以上。从心理学角度讲，几乎所有人都是依赖直觉，机械地使用技术分析方法，只是给单纯的直觉装上了一个相对固定的轨道而已，用术语讲，就是增加了系统性误差。所以，我们非常有必要了解炒股人的常见心理误区，以及那些具有一定的甚至很高造诣的技术分析派人士的心理误区表现。

投资心理学已经对个人在投资时容易出现的心理和情绪误区进行了深入和系统的研究，[1]但这些知识可能并没有得到投资者的重视。本节将扼要介绍重要的普遍存在的投资心理现象，如恐惧、贪婪、希望、过度自信、心理账户、锚定等，以及这些心理偏差如何对投资者个人决策和投资行为产生负面影响。

---

① 如 Daniel，Hirshleifer 和 Hong（2002）研究表明，投资者的心理偏差会影响投资者的行为和资产的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在市场大幅波动的时候，由于情绪效应被放大，心理偏差就产生了特别大的破坏力。投资心理偏差按照来源分类：首先，一些认知误区是由心理偏好产生的，比如过度自信，人们通常觉得自己比实际表现要更好，这种心理能帮助人们骗过他人，以便在自然选择的过程中生存下来。其次，偏差的另一个来源是"启发式简化"。简单地说，其存在是由于某些认知限制（如记忆力、注意力和处理能力），迫使大脑把复杂的分析过程加以简单化处理。最后，偏差的第三个来源是人的情绪，情绪往往能够战胜逻辑推理。

1.1 过度相信自己的选择和掌控能力

心理学家认为过度自信会导致人们高估自己的知识水平，低估风险并夸大自己掌控事件的能力。选股过程中，人们常常表现得过度自信。过度自信表现在两个方面：错误估计和超水平错觉。前一个指的是人们对某事的概率范围估计得太窄小；后者是指人们对自己选股水平的判断过度良好。

人们在觉得自己掌控了局面的时候往往更过度自信，即使在没有任何证据的情况下，一般也会认为自己所持有的股票肯定比自己没买的股票好。盖洛普在2001年对个人投资者所做的调查，显示出人们普遍存在过度自信的心理。值得注意的是，在被调查的人中，很多都遭受了近年科技网络股泡沫破裂带来的损失。在被问及他们认为在接下来的12个月里股票市场的回报率时，回答的平均回报率是10.3%；再被问及期望自己的投资组合的回报率时，回答的平均回报率是11.7%。通常情况下，投资者期望得到高于平均水平的收益。

过度自信导致高估信息的准确性和自己分析信息的能力。在刚经历了投资成功之后，常会发生这种情况，并作出诸如过度交易、冒险交易的错误决策等过度自信的行为，导致随后投资上受到挫折打击。这从一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定程度上解释了为何投资表现不稳定。

"自我归因"让人们认为成功源于自己能力超群,而将失败归咎于运气不佳。这是常见的现象,而且男性表现得更为突出。一般而言,男性比女性更相信自己的投资决策能力,因此,男性投资者要比女性投资者交易更频繁。金融学家布拉德·巴伯(Brad Barber)和特伦斯·奥丁(Terrance Odean)曾调查了从1991—1997年的近38 000个不同性别和婚姻状况的散户的交易的"周转率"①。研究显示单身男性的交易量最大,年周转率为85%,而已婚男性的交易周转率为73%;单身女性和已婚女性的年周转率分别为53%和51%。

数据分析显示出过度自信和高交易量是正相关的。过度自信不仅导致过于频繁的交易,还容易让投资者买错股票。巴伯和奥丁将自己的分析限制在那些在三周内买入的股票仍能随时脱手的账户,追踪了接下来的四个月和一年里这些账户买卖新股的状况。他们发现在接下来的四个月里,那些被售出的股票的收益率为2.6%,而新买入的股票只赚了0.11%。在接下来的一年里,售出的股票跑赢了新买入股票的5.8%。过度自信一方面会使投资者频繁交易,另一方面也会导致投资者卖出表现好的股票,却买入表现差的股票。

过度自信的投资者通常会误判风险程度,买入高风险股票。个人投资者在赚钱之后通常表现出过度自信,频繁交易并敢于冒险。除了投资成功的原因,投资者关于信息的幻觉,即认为自己对未来的预测会随着信息的丰富而更准确,也是导致过度自信的一个原因。

我们可以用这个例子测试一下自己是否存在过度自信的心理倾向:如果我掷骰子,最近3次得到的都是数字4。我准备再掷一次,你认为

---

① 即投资组合中股票在一年时间内发生变化的百分比。例如,50%的周转率指的是在那一年里投资者售出了投资组合中一半的股票,并买入了新股票。类似地,200%的周转率指的是在一年内投资者卖出投资组合中的所有的股票以买入其他股票,接着再卖出那些股票并买入第三套新股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会出现哪个数字？你猜对的机会有多大？

如果你认为数字4出现的可能性要更大一些，或者再次掷出4的可能性较小，说明这个信息让你对自己的预测更自信。而客观地说，其实下一次出现任何数字的几率是一样大的。

有一个猜测球赛结果的试验，参与者得到了一些统计信息（但不是球队名称），要求他们预测胜方和比分范围。随着提供的比赛信息增多，他们可以对预测作出修正。参加者在每次比赛中都会得到5轮信息，他们要作出15个预测。结果表明，更多的信息并没能提高预测准确度。1轮信息能保证64%的准确度，但是5轮信息的准确度也只有66%。另外，参与者的自信程度却从69%上升到了79%。

个人除了对掌握的信息产生幻觉外，还会产生控制错觉，即相信自己对一些不可控事件的后果具有影响力。这是投资者对自身能力的一种错觉。投资者以为自己能预测股价的波动。但实际情况是，投资者根本无法对股价波动产生任何影响。当投资者连续成功几次时，往往会开始过度自信，认为自己无所不能。在牛市时期，个人投资者往往将成功主要归功于自己的能力，这就使得他们自信过度。结果是，过度自信的行为（如大量交易和冒险行为）往往在牛市要比熊市发生得更多更显著。

其实，面对复杂多变且难以预测的市场，成功中的偶然因素很多，如何做到对市场怀有敬意，成功而不骄傲，清醒地认识到市场是不可知、不可控的，信息的作用是有限的，才有可能避免过度自信造成的失误。

1.2 期望与懊悔

每个人都有明显的期望和懊悔心理。这两种心态发展到了极端就会分别导致贪婪和恐惧，这正是左右证券市场的巨大推动力。人们会避免那些事后会懊悔的行为，期望能获得令人自豪的成就。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融经济学家赫什·舍夫林和梅尔·斯塔特曼对投资者决策心理行为进行了分析，发现投资者经常为采取了行动而后悔，却很少后悔没采取行动。他们的分析表明，正是这种避免懊悔、寻求自豪的心理导致了投资者往往过早套现盈利股票，而过长时间持有亏损股票。这种现象被称作处置效应。① 出售账面已经盈利的股票会引发你的自豪感，所以盈利股票的交易量高，而价格下跌的股票的交易量低。②

如果你买了一只快速上涨的股票，你更倾向于快点卖掉它。如果你买的是一只正在下跌或者价格没波动的股票，你就更倾向于继续持有直到它上涨。因此，持有时间较短的股票一般是盈利股票，而长期持有的可能是不太成功的股票。数据分析显示，投资者一般倾向于尽快兑现收益。在一个月内买入再出手的股票的平均年化收益率为 45%，而持有股票时间为 1—6 个月、6—12 个月和 1 年以上的股票的收益分别为 7.8%、5.1%和 4.5%。这表明投资者一般会尽快卖出盈利的股票，而手中持有的股票随着时间越长，收益率也越低。

当股票亏损时，如果亏损可能与投资者的决策失误有关，他们就会感受到更强烈的懊悔情绪。然而，如果投资者将亏损归因于一些他们无法控制的因素，那么懊悔情绪就会减轻。例如，如果你所持有的股票下跌而整个股市上涨，就意味着你的选择是糟糕的，这样你的懊悔情绪就会比较强烈。但是，如果在股市下跌的时候，你所持有的股票也在下跌，那么这就不是你可以控制的因素，因而你的懊悔情绪也就不会那么强烈。

---

① 心理学家丹尼尔·卡尼曼解释说，在抛出一只赔钱的股票时，你不仅仅要承受经济上的损失，还要承认自己犯错而带来的精神损失，实际上，在卖出股票的时候，你是在惩罚自己。卖出赚钱的股票，则是一种奖励自己的形式。

② 奥丁发现，平均看，投资者卖出盈利股票的可能性比卖出亏损股票要高出一半。在以色列的投资者中，祖尔·沙皮拉和依特扎克·委内泽亚发现个人投资者持有亏损股票时间是持有盈利股票时间的两倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者经常不断买进卖出同一只股票。在这种重复买卖行为中，也表现出了期望—懊悔心理。对已完成交易的收益感觉开心的投资者想重现这种愉悦体验，因此会再次购买同样的股票。而不愉快的交易体验会被避免重现，所以那些带来懊悔情绪的股票不会被买回来。特伦斯·奥丁和布拉德·巴伯、米沙尔·安·斯特拉列维茨研究了股票被售出之后人们情绪的表现过程，发现股票出售后产生的情绪受到两个因素的影响——交易利润以及出售后的股价变化。当投资者以亏损价卖出时，懊悔的负面情绪是非常令人痛苦的，以至于不会想买回那只股票。卖出盈利股会让人产生正面情绪，但这种情绪维持的时间很短，而且受到股价随后如何变化的影响。如果价格继续上涨，那么快乐的情绪开始变成懊悔，投资者会希望自己卖得没那么快就好了。有些人的负面情绪过大，有可能以后不会重新买回。但是，如果股票被售出后股价也开始下跌，投资者会因利润和把握了最佳的卖出时点而感受到双倍的快乐，更可能再次买回这只股票。成功的体验会促使人朝着一个方向持续和反复交易，而失败则会使人改变交易方向，投资者并没有进行更深入的分析，或者是无意中强化了自己的看法，直到遇到挫折为止。

当投资者决定要出售亏损股票时，有可能在同一天卖出多只亏损股票，将懊悔感限制在一个时间段里。相反的是，投资者一般会分几天来完成出售盈利股票的行为，以延长这种良好的感觉。①马克·格林布拉特和宾汉姆认为一个公司过去的好消息以及股价上涨会产生更大的抛售压力，因为处置效应会导致投资者卖出盈利股票，有可能使这只股票的价格低于其内在价值。相反，如果出现了一个公司的坏消息，那么其

---

① 索妮娅·利姆研究了1991—1996年间50000家经纪账户的出售股票行为(425000个交易)。她发现投资者很可能在同一天内出售多只亏损股票。相反，如果投资者在一天里已经卖出了一只盈利股票，那么他们在同一天内售出另一只盈利股票的可能性就很小了。她得出这样的结论："投资者可以通过多次享受收益的乐趣，使自己的幸福感达到最大化，然而却是考虑全部亏损而不是单个亏损，来使自己的痛苦最小化。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价就会下跌，但是处置效应会使投资者继续持有股票，缺少卖盘可能会使股价高于其真正价值。按照这个逻辑考虑，达到平衡状态时，过去盈利股票被低估，而过去亏损股票会被高估的话，那么前者在未来一段时间内的走势就可能持续向好，而后者可能在未来一段时间里仍然表现不佳。这种模式被称为"股票收益动量"。这可以解释为何股票进入上升阶段时，可能"升升不息"，而下跌开始之后，也会一跌再跌。当然，如果考虑其他因素，股票的价格走势远非这么简单。我们把期望—懊悔心理的极端状况留在后面市场群体心理部分再作更深入探讨。

1.3 选择性认知

选择性认知就是在一定时间内，人总是选择少数事物作为知觉的对象，而对其他的刺激不予注意。这是一种思维的导向性，使人对于事物的看法产生某种偏向。请看下图，你看到了什么？



图 3-1 思维导向性 I

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有人会看到是一个人的面孔,而有人则看到的是"说谎者"的英文单词(Liar)。一个是正面观察,一个是侧面观察。再看另外一个图。



图 3-2 思维导向性 II

若以黑为背景,则看到一个漂亮女人的脸;若以白色为背景,则看到一个吹萨克斯的男人。这两个图形并没有标准的答案,只能说明人的思维存在片面性。但并非许多人认识到这一点。

影响投资者全面认知的因素包括投资者的期望、先前的经验、信念甚至某些特定的信息等。现代许多研究发现人类具有"所见即所想,所思即所梦"的特点。投资者先前有什么样的看法,即便是潜意识,都会影响到投资者对外部事物的感知。投资者往往对于外部信息不自觉地采取过滤手段,选择那些支持自己想法(预测)的信息,而对与自己想法(预测)相左的信息往往不予关注或者忽略。因此,不同投资者会因自身原因和习惯偏好,选择不同的观察背景和认知重点,从而引起认知结果上的差异。这种认知偏差普遍存在于投资者中,而且很多经验丰富的投资者也难以察觉和避免。我们可以把选择性认知分成两个阶段:开始时只是观点上的不同,之后则是因坚持而导致的偏执和错觉。

除了个人知识结构、习惯、偏好等因素外,投资者的欲望、情绪、态度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也会影响投资者的知觉选择性。被深度套牢的投资者往往情绪沮丧，此时再去关注市场信息，总是会特别注意那些让人更悲观的信息，而较难发现那些蕴藏转机的信息。对某只股票特殊的偏爱，容易忽略掉一切关于该股的不利信息。

环境的影响对于选择性认知也具有很大作用。我们看下图，说出两组图形中哪组中间的那个圆更大。

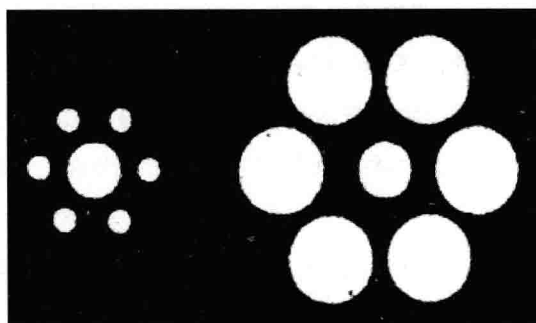


图 3-3 圆形比较

大多数人会说第一组中间的那个圆更大。然而，实际的情况是两组中间的那个圆是一样大的。这就是因环境不同而产生的对比效应。由于对比效应表明强度大、对比明显的信息更容易成为知觉的对象，因此投资者应特别当心可能引起的偏见。当市场一直走牛时，由于此时利空的信息非常微小，往往不能够引起投资者的注意，投资者看到的还是形势一片大好的信息，结果蕴藏的市场反转往往被忽视。一旦等到利空信息铺天盖地，让投资者感受到时，此时市场早已下跌很久了。因此，在这种市场反转的时候，投资者应特别当心对比效应可能产生的偏差。

我们还可以列出许多由于投资者的选择性认知而引起的错觉和偏见：

——业绩错觉，即投资者误判上市公司的经营业绩。比如，对绩优股，可能会忽略甚至会忘记也可能发生业绩滑坡的风险；对垃圾股，则不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会关注其质地的变化。研究发现,投资者倾向于寻找支持自己观点的信息,而不会去关注那些不利的因素或信息。产生业绩错觉的另一个原因是心理定式。个体的判断很容易形成一种习惯,一旦形成一种习惯,要更改也就非常困难了。

——走势错觉,即投资者误判大盘走势。比如,当市场经过长期牛市,整个市场都弥漫乐观氛围之时,投资者很容易忽视许多市场反转的重要信息,形成一种继续牛市的错觉。同样,当市场长期下跌,整个市场都充斥着悲观观点时,投资者也很容易忽视市场转牛的信号,继续形成一种熊市错觉。造成走势错觉的原因之一是投资者过去的操作经验,已经形成一种长期的心理定式;原因之二是从众性因素的影响,个体很容易随波逐流。

对于投资者而言,应该认识到存在视角和心态偏差,影响作出客观准确的判断,应及时调整心态,时刻保持警惕,关注各方面信息(特别是负面的信息),实事求是,才能克服各种选择性错觉的负面作用。

1.4 直觉的偏差

面对千头万绪的信息,投资者在投资过程中往往喜欢选择思维捷径,即依据直觉进行推理、判断。投资心理学研究发现主要存在三种直觉判断的方式:代表性启发法、可获得性启发法以及锚定和调整启发法。

代表性启发法(Representativeness Heuristic)是指人们倾向于根据样本是否代表总体来判断其出现的概率,样本愈有代表性,被判断为出现的概率也就愈高。代表性启发法可能导致以下错误:

——联合错误

多个事件同时发生的概率要比其中任何一个事件发生的概率低。在金融市场中,投资者掌握某公司的信息越是多,越可能购买该公司的股票。因为投资者掌握的信息并不能被确认,很可能只是猜测或者传

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

言，那么它有一个为真的概率，如果有多条这类信息，那么同时为真的概率就会变得很小。因此，基于这些信息所作的判断出错的概率很高，这样的错误就是联合错误。

——小数规则错误

赌徒连续输了几次之后，总认为下一次更可能成功。其实，从有限的几次押注里得到的结果并不具备代表性。统计中的大数规则指的是当样本容量越大，越能反映总体。这里的错误是，尽管样本容量小，但人们仍认为它能反映总体，就犯了以偏概全的错误。

——条件概率错误

所谓条件概率错误就是指混淆事件的因果关系。在证券市场中，也经常存在这样的现象。比如，历史上股市大崩盘有许多是发生在 10 月，更精确的数据是从 1929—1998 年间，34% 的大崩盘是发生在 10 月。因此，每年到 10 月时，就有很多人开始担惊受怕。然而，这种担惊受怕是不必要的。因为 1929—1998 年间，所有 69 个 10 月中仅 10 次发生崩盘事件。也就是说，10 月份发生崩盘事件的真实概率是 14.5%。所以，以为 10 月份就容易发生崩盘的想法是不正确的。

可获得性启发法（Availability Heuristic）是决策者经常采用的另外一种启发法，可以简化决策过程，但也很容易产生一些偏见和陷阱。所谓可获得性启发法，是指人们往往根据一个客体或事件在知觉或记忆中的可得性程度来评估其出现概率，容易被知觉到或回想起的被认为更容易出现。[①] 记忆本身就是一个信息加工过程，在这个信息加工过程中，人们会忽视某些信息，只对部分信息进行加工。在这一过程中，信息的新颖性、生动性、情感性以及发生的频率都会影响到个体对信息的记忆，导致判断出错。主要有以下几种情形：

---

① See Tversky, A. and Kahneman, D., Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, Science, 1974, 185(4157): 1124—1131.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——接近性

越是最近的事情，人们就记得越牢。某事件越是最近发生过，越会被判定发生的概率高。经历过股市长期下跌后，投资者往往对此记忆深刻，即便市场形势已经开始明朗，向上的趋势开始逐步形成，但是股市一进行正常的整理，大家往往就会非常恐惧，生怕再次下跌。反之则是上涨时人们淡忘过去的下跌，积极购入而不去留意下跌的风险。

——新奇性

越是新奇的事物，人们越会注意它，认为其发生的概率越高。德邦特和塞勒发现，在股市中，投资者经常对一些令人惊讶的新闻作出情绪性的反应。中国股市一直有“消息市”“政策市”之称，许多投资者对某些消息的反应会引发股市较大波动。

——情绪一致性

人们对事件的记忆往往会和该事件引起的情绪一起结合起来，以后当该情绪再次出现时，也就容易回忆起该事件。因此，股票上涨，投资者情绪也趋好，这种好的情绪又会促使投资者对股市作出乐观的预测；而股票下跌，投资者遭受一定损失，情绪变坏，这种坏的情绪会促使投资者对股市作出悲观的预测。

——想象性

越是容易想象的事物，在回忆时也越容易回忆起，人们也越认为这样的事物发生的概率高。投资者内心总希望持有的股票能涨，经常在内心设想着上涨的情景。想得越多，常常会影响其对该股票前景的正常判断。有时候，想得越多，越认为自己的想法是正确的。希望股票涨，这是一个不断加强的陷阱。

投资者在对股票价格走势作出预测时，不可能收集完全的信息，再加上个人的信息加工能力亦极为有限。因此，投资者往往会先对股票的价格作出一个粗略的估计（锚定），亦即参考价，然后根据进一步的信息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行调整,形成比较理想的判断。锚定和调整性启发法(Anchoring and Adjustment Heuristics)在许多情况下会引起偏差。目前研究者的一个重要发现是:以锚定值为起点的调整通常情况下是不充分的,并且由于锚定值的存在,使得人们往往会忽视与锚定值相反的信息,而关注那些支持锚定值的信息(即发生了选择性认知)。

在投资实务中,心理价位就是投资者在持有股票之后,根据股价走势预先设定的交易价格。换言之,心理价位是投资者事先设定的期望交易边界。投资者在作出心理价位判断的过程中,运用了锚定和调整启发法。投资者往往先根据某些外部信息,对股票未来价格有一个估计,然后再进一步收集信息,进行价格的调整。最先用于锚定的信息对于心理价位的形成至关重要,因为后继的调整幅度一般不会很大,且个体会发生选择性认知偏差。投资者一般会使用以下信息作为锚定的基础:

——类似股票的现有价格或者涨跌幅

一般情况下,投资者会选择市场上类似股票的现有价格或者涨跌幅作为锚定值,再加以调整。所谓“类似股票”,是指具有某种相似性的股票。这种相似性除了同行业的直接竞争者之外,还可以是同类型、同概念、同地域的股票。正是由于这种相似性,投资者才很容易产生联想,将两种股票进行关联,以一只股票的过去涨跌情况作为另一只股票的锚定值。①

① Bazerman 描述了如下情境:(1)假定某网络公司新上市发行股票,以每股 20 美元的价格开盘,这家公司的竞争对手在一年前已上市,每股股价也为 20 美元。竞争对手的股票价格现在已涨到每股 100 美元。一年之后,该新公司的股票价格每股大约是多少美元?(2)其他条件一样,但假定竞争对手的股票价格现在为 10 美元,同样询问新公司股票价格一年之后会是多少?结果发现,在竞争对手现价为 100 美元的情况下,被试者对新公司股票的估值会更高。这说明,竞争对手公司(同质性股票)的现有股价对投资者发生了影响。同样,同质性股票过去的涨跌也会起到锚定作用。很多投资者会盘算:与这家公司类似的股票都已涨了 50%,那么该公司也会涨 50%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——投资专家或者市场上流行的预测言论

投资专家的言论或者报刊上的某些预测也可能被个人投资者用于形成心理价位的初始锚定值。即便有些预测看似荒唐，但也仍然可能具有锚定作用。比如，一些知名的股票分析师提出某股票的目标价格，许多投资者就会不加深入研究地将其设定为参考价位。

直觉错误的根源在于人类的思维惰性，总是不自觉地求助于直觉而非更细致和繁琐的逻辑推理。同时，个人期望起着扭曲和过滤信息的作用，导致思维出现方向性偏差，投资者应该随时警惕这种思维倾向。此外，心理价位也很难发现，另外设定参考价是人类解决问题常用的方法，为防止锚定效应带来的偏差，可以考虑在作出最终的估计前，多选几个锚定价（比如最乐观的和最悲观的估计），加以综合考虑，得出一个最终的估计。

第二节　专家也有出错时

那些掌握最充分信息的股票分析师在市场上选股的成绩，并不比猴子抓阄或把《华尔街日报》钉在墙上，向股票投掷飞镖的择股法来得更好！

——迈克尔·刘易斯

专家同样是人，和普通投资者一样会受到各种心理和情绪的影响。能否避免犯错，分界线并非专业与否，而是看个人对自身的了解和把握。有明显心理偏差或易受情绪左右的专业投资者，投资失败的损失更大。

比如上节讲到的及早卖出账面盈利股，而长期持有亏损股的处置效应，有研究发现金融机构受处置效应的影响几乎和个人投资者一样严重，而这种做法较易成为股价做头的引发条件。专业投资者倾向于将股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票过去的收益外推到将来，认为好（或差）的表现将会继续。例如，一只在过去三五年里表现糟糕的股票被看作是输家，而在同样长的时间里表现出色的股票会被当作赢家。这是趋势和动量投资的基础信念。艾沃·韦尔奇对金融经济学教授在1997—1999年美国牛市期间进行了调查，收到了266个回复。其中的一个问题问的是未来30年的预期股权风险溢价，回答的平均值是8.2%。另一个问题单独问到了股票市场收益率会呈现均值回归还是随机游走现象，参与调查的教授们倾向于认为股票市场会向均值回归。韦尔奇在市场大跌后的2001年又对这批人做了一次调查。当时标准普尔500指数从最高点下降了大约25%，得到的未来30年的年平均股票风险溢价仅为5.5%。这些金融专家的意见和他们所信奉的理论不符。① 不幸的是，从长期看，企业通常倾向于回归到平均增长水平。也就是说，那些快速增长的公司会发现竞争日趋激烈，其发展速度也会慢下来。失望的投资者也会发现股票并没有像预期的那么好。

2.1　猴子掷飞镖 vs 分析师建议

股票分析师已经成为一个受众广泛的专业群体，很多投资者依赖其专业意见和见解。在对信息进行处理和分析方面，分析师比常人受过更多专业训练。但是，大量关于公司、行业和经济的数据并没有给专业投资者带来额外的"优势"。当信息的处理需要大量的、复杂的分析整合时，理性分析系统常被经验所取代。有一系列的研究显示，当一个问题容易预测时，专家的预测通常比外行的预测更加精确。但在可预测性较低时，专家的过度自信则比初学者更严重。而那些对某个领域的认识非

---

① 请注意，这个数字远低于他们仅在三年前给出的估计。虽然最新估计要比原估计低了约两个百分点，他们却仍在强调股票收益是向均值回归的观点。尽管他们的估计与自己的观点不一致，却符合刚过去的最近结果就代表了将来要发生的情况，即把企业既往业绩和股票过去的表现情况解释为未来预期的表征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常有限的门外汉则通常对自己的预测比较保守。

在投资领域过度自信的专家非常多，阿莫斯·特沃斯基（Amos Tversky）说，在一个研究中，分析师被问及某只股票的股价在特定时间里到达 X 美元的可能性有多大。平均看，分析师自称有 80% 的把握，但他们的正确率一般只有 60%。这个研究被重复了无数次，结果都是如此。在其他的研究中，分析师被问及某只股票预计的最高价和最低价。结果是股票的实际最高价比那些有 95% 把握的预期最高价格要低很多，而实际最低价比那些有 95% 把握的预期最低价格要高。因此，最高和最低的预期价格要乘以 90% 才是实际价格，也就是说，如果分析师很实际且无偏见，股价的波动高于或低于这个范围的可能性是 10%。实际上，预测在 35% 的时间里不在这个范围内，也即通常的预测的可能性（10%）的 3.5 倍。《金融世界》杂志追溯了过去一些年分析师的选股结果，指出大多数经纪公司并不愿意公布各自明星分析师的平均命中率。在很多例子中，数据都是从外部资料中获得的，经过数月的挖掘，该杂志得到了 20 个明星分析师的推荐。结论是：在文章讨论的那段时间里，市场上涨了 14.1%。如果你买入或卖出了他们推荐的那 132 只股票，你所获得的收益只有 9.3%，差不多比通过扔硬币来选股还要差 34%。明星分析师推荐的 132 只股票，只有 42%（1/3 的股票）表现优于标准普尔 500 指数。长期以来很多分析师预测的误差高得让人无法接受。40% 的估值错误率是非常可怕的，一般在 3% 的预测范围内的误差是可以接受的。但研究显示预测的平均失误是这个范围的 13 倍，而且通常是预测值偏高[①]。根据这样的分析师报告，只能误导投资者作出非常离谱的错误决定。调低公司每股收益的预期之后，失误率仍高于 20%。只有

① 在这种情况下，如果你因此溢价买入了股票就很不幸。极高的预测失误率与分析师的乐观结合在一起，出现灾难的可能性就很大。我们已经知道，只要理论上非常精准的预测出现了微小的“误差”，都会造成抛售潮，其股价下跌的比例是预测误差的比例的 5—10 倍以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

30%的分析师预测的数据落在了公告收益的5%波动范围内。分析师在任何连续的四个季度里的平均预测能够控制在5%以内的机会概率只有1/132。继续延长时间会让概率急剧下降。在任何10个连续的季度中,在对公司的预测恰好在5%的范围的可能性将会降到1/199 000,而在20个连续季度中,该指标降到1/40 000 000 000。我们别去计算这些了,因为20年甚至更久的连续季度,可能性将突破1/1 000 000 000 000。许多投资方法依赖于准确估算预期收益、现金流、分红、增长率,在专业分析师的建议之下,这些方法不仅无效而且会起到相反作用。①

抛开计量准确度不谈,我们可以看看分析师的定性建议的准确度,最明显的例子是分析师荐股(择时选股)的情况。至今为止,笔者还没见过长时间作预测且准确度超过50%的人,更没听说过有哪位股市预测帝发了大财。股市没有预测帝,这不是中国独有的现象。在金融市场最发达的华尔街,根据统计,极少有分析师的预测成功率超过50%。在预测准确度上,研究机构Zacks在2005年的调查显示,被华尔街分析师列为卖出评级的股票在2004年大约上涨了36%,表现反而好于被列为买进评级的股票获得的25%的涨幅。尽管其中可能存在利益冲突带来的预测偏差,但整体上看,专业预测人员的预测正确性和准确度都达不到期望的水平。人们对股市的预测甚至比不上猴子。这个说法通过《华尔街日报》从1988年开始的一个为期10年的实验得到了确认:具体

① 一个重要的研究结果表明依赖于收益增长趋势的预测的不可靠性。牛津大学的伊恩·李特(Ian Little)教授1962年发表的《杂乱无章的增长》,显示大部分英国的企业无法通过近期的趋势预测未来。李特反复验证了研究中使用的方法,谨慎地重做了研究,但结果仍然一致:收益看上去是随机游走的,过去的增长率与未来的增长率根本就不相关,并且目前的趋势(这一点对预测收益的证券分析师来说很重要)对未来的走势没有给出任何线索。其他研究成果也表明:长期看,美国公司收益的变化是随机波动的。例如,理查德·布里厄利(Richard Brealey)查看了1945—1964年美国711家工业公司的收益变化,发现收益曲线不是持续的,且有轻微的反转倾向。唯一的例外是那些收益增长率非常稳定的公司,但就算是这样的公司,收益的相关性也只是略微正面的。分析师根据过去的收益趋势来推算未来的收益,如克拉格和麦基尔展示的那样,即收益是随机游走的;而李特和布里厄利的研究证明,收益是随机波动的,持续产生大的预测误差就毫不奇怪了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做法是每个月有四位著名的专业投资者选择股票，而《华尔街日报》的员工模仿蒙住眼睛的猴子，用投掷飞镖的方式选择股票，该报对两者的比较结果做了实时追踪报道。结果专业投资者们取得了61胜、39败的成绩。双方的表现难分伯仲。①

不仅国外如此，国内也是这样。有人比较了“基金一哥”王亚伟出任华夏大盘基金经理后的25个季度对股市的判断与A股的涨跌。统计结果显示王亚伟预测对了10次，正确率为41.6%，并不高于随手抛硬币得出正面的概率。有人研究了全部A股上市公司未来一年的盈利预测数据（时间跨度为2005年到2006年），得出结论：分析师的盈余预测带有乐观倾向，随着年报披露时间的临近，预测偏差会越来越小。平均而言，在年初预测中，只有约20%的预测能最终落在离真实值正负10%的范围内，而到了年末，这一比例达到约45%。

大卫·德雷曼指出，在政策、经济、行业和竞争环境不断变化的动态经济体中，我们无法用过去的趋势预测未来。在中国股市尤其如此，普通投资者应该充分认识到专家的误区。

2.2 过度自信的专家表现

在经济动荡时期，并非只是散户投资者的认知偏差暴露出来，那些金融专业人士的错误也袒露无遗。即便技术分析高手也常无法察觉到自己有选择过滤信息和过度自信，我们来看看金融分析师的行为。分析师会公布其追踪的公司的未来收益预测。吉尔斯·希拉里和莱尔·曼

① 类似说法还有两个：一只名叫拉文的6岁大猩猩用掷飞镖方法，从133家互联网相关公司中选出它的投资组合，结果这个投资组合一年内回报高达213%，跑赢华尔街的大部分专业投资者。这发生在美国互联网泡沫时期。在2008年12月，一只猴子卢克里被俄罗斯《财经》周刊的金融实验选中成为一名虚拟股票经纪人。实验中，它在30枚表示俄罗斯不同公司股票的骰子中，选择了8枚进行投资组合，并投入100万虚拟卢布。2009年底猴子所选股票投资总存量上涨了将近3倍，而俄罗斯94%的基金输给了这只猴子。此事发生在俄罗斯股市触底即将反弹时期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兹利做了个研究，在作出了一系列正确的收益预测之后，看看那些分析师后续预测的情况。他们发现，如果分析师将之前正确预测主要归功于个人的信息和能力，那么他们下一次分析的准确性就可能会低于平均水平，而且与其他分析师的预测有出入。在调查了四万多个季度收益预测之后，他们发现成功的经验会滋生过度自信的心理。前几个季度预测较准的分析师倾向于作出与其他分析师不同的预测，最终他们的失误也会更多。

值得关注的是，在过去数次市场危机中，基金经理的表现大多非常糟糕。大量调查数据显示，平均看，他们的业绩很少会超过其所在资本市场的总体水平和标杆指数。[①] 而包括中国在内的新兴市场中基金经理们缺少行业经验的情况更令人惊讶。

希勒发现自2007年以来，个人投资者都表现得比机构投资者更加小心谨慎。

许多证据表明，面对危机时，机构投资者和个人投资者的反应和做法大部分都是相同的。无论投资决策模式有何不同，其都存在着明显的非理性倾向，特别是当市场面临较大压力的时候。

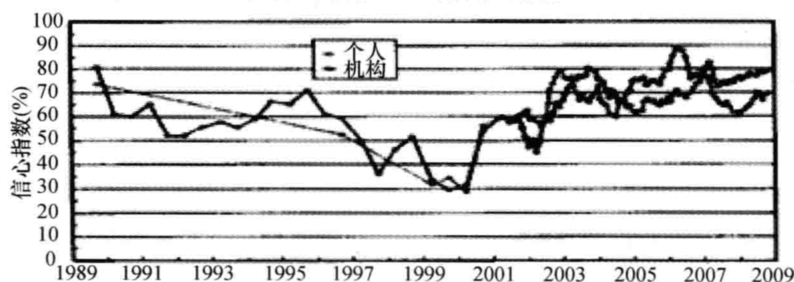


图 3-4　价值信心指数

① 一个奇怪现象是基金经理很少在自己管理的基金中持有份额。2008年一项针对6 000家总部设在美国的基金公司的调查显示，46%的基金经理在自己掌管的股票型基金中没有一分钱投资，65%的基金经理在应税债券型基金中没有投资，而没有投资于自己管理的平准基金的比例更高，达到了70%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专家比普通投资者更容易坚持人类心理上最基本的错误，所以专业本身并不一定会成为优势。我们引述德国军事专家卡尔·冯·克劳塞维茨的观点：机会总是垂青那些能够接受对立信息的人，他们经过适当的评估和考评才会作出决定。但是，实际情况是，一个消息支持、证实、深化了前一个消息——对同一情况不断渲染，直到最后被迫作出一个决定。这样的决定很快就会被证明是愚蠢的，所有的相关信息都是在说谎，造成错觉。大多数的信息都是误导的，而人们的恐惧就是谎言和假象的温床。



阅读资料

谢尔顿关于经济预测的十大发现[①]

布兰迪斯(Brandeis)大学教授威廉·谢尔顿(William Sherden)对过去几十年领先的预测者的准确度进行了测试。他将研究成果刊载于著作《运气兜售者：购买和销售预测的大买卖》(*The Fortune Sellers: The Big Business of Buying and Selling Predictions*)："我认为经济预测不可能改善，因为这是在尝试做不可能的事情。"谢尔顿的十大发现有点吓人：

预测结果和猜测差不多：平均看，经济学家的预测技巧跟猜测差不多。事实上，来自总统经济顾问委员会、美联储委员会和国会预算办公室的所谓预测常常比猜测还差。

缺乏长期准确度：提前期越长，预测的准确度越低。

不能预测拐点：经济学家不能预测经济中的拐点。事实上，在所有长期预测中，大部分都是失败的。

没有持续正确的预测者：没有那些特别的预测者能够长期在准确度方

---

① 参见《法瑞尔：无视专家预测 投资者应该相信自己》，http://money.163.com/12/0413/16/7V038OB000253IOM.html，2014年9月15日访问。此处只摘取其中七大发现进行介绍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面领先。

没有预测者特别擅长于特定数据的预测:没有经济预测者能够持续较为准确地预测某一项经济数据。

没有特别优秀的预测方法:没有什么意识形态能够持续产生准确的预测。

取预测的中值并不能提高准确度:但是,媒体仍然喜欢这样做!

……

第三节 变化只在一念间

投资者似乎除了诱惑,其他任何东西都能抵御。

——奥斯卡·王尔德

不要试图战胜市场。前一节提到了期望—懊悔心理,其实也可以表达为诱惑—恐惧,发展到极端时,变成了贪婪—恐慌,证券市场的波动无不由此而成。如果仅仅是少数人的贪婪和恐慌,无法掀起市场的巨浪。而我们应该关注的是人心所向的群体效应。

3.1 有规律的股市和无序的波动

这个标题看上去是矛盾的,其实差别只在于观察视角的远近不同。从整体和广角看,股市有不变的运动规律:长远看,繁荣过去就是衰败,反之亦然。技术分析派说"历史会重复",然而,不变的是人性,它让历史不断重复但不完全一致。威廉·瑞肯斯坦和达瓦里·帝豪 1995 年一项很有名的研究表明,很久以来股市运行便是如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

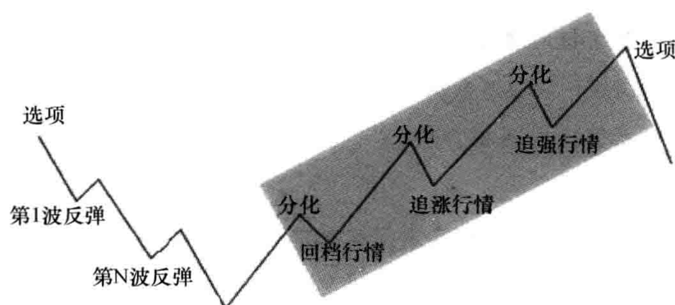


图 3-5　股市运行节奏

投资者为什么会蒙受损失？归根结底是因为市场的波动。但正如凯恩斯所说，关于股票市场，我们唯一有绝对把握的就是它会波动。股市不但波动，而且波动的幅度远远大于基本面的波动所能解释的幅度。① 根据 2013 年诺贝尔经济学奖得主、耶鲁大学罗伯特·希勒（Robert Shiller）教授的研究，美国股市价格相对于基本面而言，波动率巨大。在 1970 年美国经济出现滞胀、股市大幅下跌之前，整个股市的估值和它基本面的估值相比，几乎高出 100%。而在 1929 年股市崩盘和 20 世纪 30 年代美国大萧条时期，美国股市的估值比基本面的估值要低 30% 左右。罗伯特·希勒的研究发现，当股价与每股盈利之间发生了显著差距时，股市随时会出现调整或转折。而股市价格和股票分红之间也没有明显的对应关系。

---

① 纳德·戴维斯（Ned Davis）做的一份关于美国市场的研究报告显示，最严重的股市波动出现在 20 世纪 90 年代，其中有 4 494 天的标准普尔 500 指数股价波动幅度超过了 20%。这样的波动幅度几乎是 20 世纪 80 年代的两倍。最大的波动期是在 1932 年。那一年，股价波动达到 65%，比 1964 年这个波动历史最低年度高出了 17 倍还多。他的研究还发现，在萧条期，平均年波动率大约为 23%，而在股市膨胀期，波动幅度小于 16%。1932 年股价波动的历史纪录在 2008 年得到了终结，2008 年股价波动幅度达到了 70%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

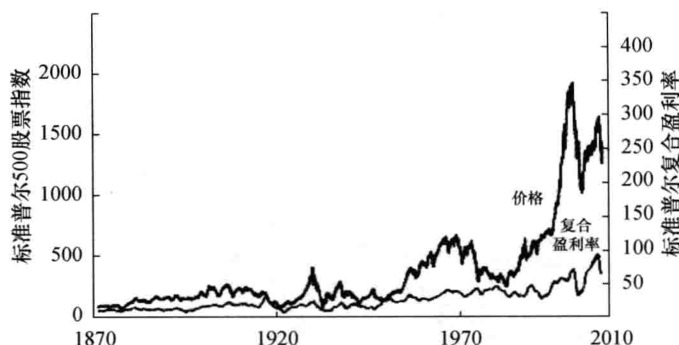


图 3-6　股价上涨与每股盈利上涨之间的差距

从希勒给出的下图中可以看到，尽管股票分红是稳定上升的，但与股市价格的表现基本无关。

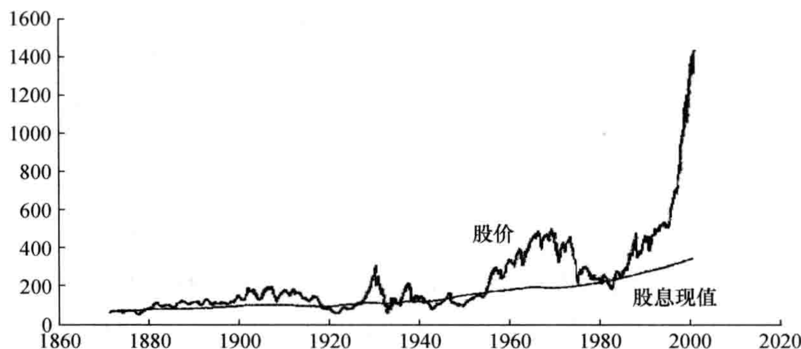


图 3-7　股价走势与股息分红

3.2　投机的心理原因

每个投资群体都具有自身的特点，机构投资者有特定的偏好，而散户投资者也有较一致的行为特点。这些群体通常会进行一样的操作，表现出“羊群效应”①。正是羊群效应使得个人投资者的心理和情绪被放

① 生物学中的羊群效应，是指羊群会在头羊的带领下不假思索地做出相似行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大，并产生反馈，形成影响市场行为的群体心理。

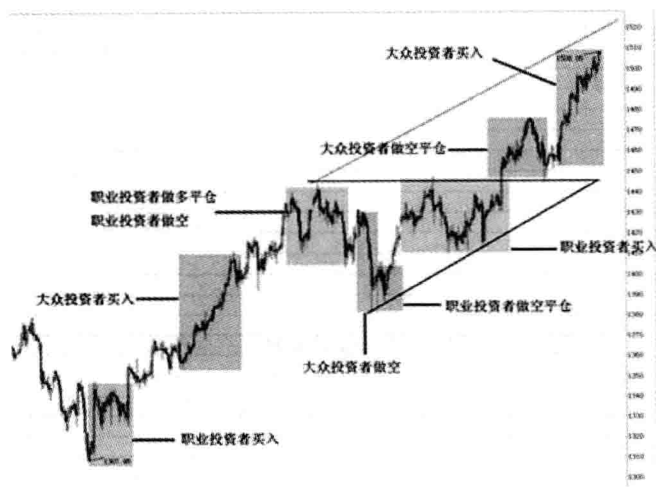


图 3-8　不同投资者介入的阶段

我们在这个图上可以清楚地看到散户投资者和职业投资者入市的时机和特点。散户投资者一般是在趋势成型后加入，表现出追涨杀跌的特点，而职业投资者则主导着股价走势，提前进入，提前做空，并经过几轮做多和做空实现盈利。如果我们采用简单二分法，投资者便可以分为散户投资者和职业投资者两个群体。股市作为零和博弈，就是在这两者之间展开。由于职业投资者主导着走势，所以散户投资者的跟风行为很容易被套牢。图 3-9 反映了散户投资者在一个完整价格周期走势中的心理变化。

这个图充分表现出散户缺乏准确把握市场时机的能力，而数据分析的结果也证明了这个结论。专业投资者会作出相似的决定。股市总是有规律地自我重复。散户的"羊群效应"往往更欠缺理性，也更容易造成较大的市场波动。[①] 加尔布雷思（John Galbraith）认为，股市系统的

---

① 宋军、吴冲锋（2001）对 A 股的"羊群行为"进行了研究，发现中国证券市场的"羊群行为"程度高于美国证券市场的"羊群行为"程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

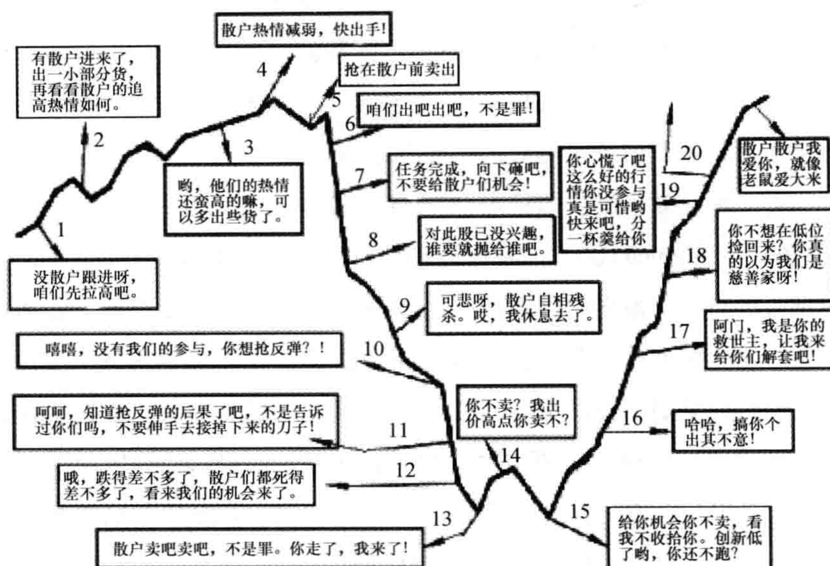


图 3-9 股价走势与散户投资者心态变化

本质就是会出现周期性的疯狂，随之带来相关的金融损失，甚至更大规模的毁灭。

时机判断错误、缺少投资纪律约束以及易受情绪影响，导致散户群体较易出现贪婪和恐慌交替出现的戏剧化情节。散户的投资行为具有以下特征：

——交易频繁：由于缺少强大的信息网络和研发支持，散户通常对信息作出迟缓或者过度反应。同时，大多数散户热衷于投机，喜欢追逐市场热点赚快钱，加大了市场的波动性。

——追涨杀跌（从众行为）：散户往往采取跟随策略，结果就是追涨杀跌，而这种心理又被交易对手利用，通过引导而形成散户跟风，从中渔利。

——贪婪和恐慌心理导致的极端行为：散户通常没有严格的操作纪律，很少设定止损和止盈价位，或者不愿意严格执行。因此，经常出现因贪婪而不止盈结果错过兑现收益时机而被套牢的情况，也常出现另一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极端，即在市场突然出现不明情况的下跌时跟从抛售。

股市中存在大量的从众心理行为，其基础在于过度自信导致的操作频繁。经过群体内外部的相互影响，放大了贪婪和恐惧，导致市场剧烈波动。我们本节讨论投资者的主要心理问题。

对于羊群效应发生的机理，有很多结论一致的看法，伯纳德·巴鲁克(Bernard Baruch)认为："股市波动不是因为事件本身，而是因为人们对发生的事件所做出的反应；正是这些成千上万的人的反应可能会影响未来。"[①]索罗斯相信投资者对基本面的认识一定有某种程度的偏见。这些偏见在早期不会很明显，但是后来很可能会显现出来。当确实有所显现时，就很可能演变为股市中主导性的想法。如果这种偏见颠覆了潜在的趋势，那么它就会引导趋势向相反的方向进一步发展。知道偏见是什么、它什么时候以及怎么显现，都是理解股市涨跌拐点的关键。索罗斯描述了股市感知形成的循环过程，在这个循环过程中，正是认识的形成过程改变了这些感知。接着这些改变了的感知形成了采取行动的基础。因为随着一个新的认识成为主导，新的行动又随之开始了。彼得·伯恩斯坦(Peter Bernstein)认为大众的非理性行为比所谓的理性投资者对股市影响更大。

1965 年，心理学家所罗门·阿希设计了一个测试理性和非理性的试验，他带着一组人进入屋子，然后让每个人回答同一个问题。之后，他又让助手混入每组人中间作出误导，即给出错误的答案"A"。下面是测试对象在不同情况下回答的结果：

- 此前没有人误导：1% 的人给了错误答案"A"或者"C"。
- 此前有一个人跟从助手给出了错误答案：3% 的人回答"A"。
- 此前有三个或者更多人跟从助手给出了错误答案：33% 的人认

① Barton Biggs 认为，股票市场中的投资者总和就是社会学者所谓的"复杂适应系统"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为“A”是正确的答案。

通往非理性的最引人注目的16种现象：

- 代表性效应：我们往往认为我们所观察到的趋势会继续下去。
- 错误共识效应：我们往往高估与我们所见略同者的人数。
- 后悔理论：我们试图避免可证实我们已经犯错的行为。
- 锚定/框架效应：我们的决策受到似乎暗示正确答案的信息的影响。
- 同化误差：我们会误解接收到的信息，以为该信息支持我们所做的事。
- 选择性暴露：我们只让自己暴露在似乎认同我们行为与态度的信息之下。
- 心理账户：我们把现象区分为不同的隔间，并试着把每个隔间而非整体最适化。
- 选择性认知：我们曲解信息，好让其认同我们的行为与态度。
- 过度自信：我们高估自己作出正确决策的能力。
- 后见之明：我们高估自己原先预测过去一连串事件后果的可能性。
- 确认偏误：我们的结论不当地偏向我们想要相信的事。
- 适应性态度：我们培养出与我们熟识的人相同的态度。
- 社会比较：面对一个我们觉得难以理解的主题，我们以他人的行为作为信息来源。
- 认知不协调：我们试图回避或扭曲表明我们的假设错误的证据，也会避免强调这类不协调行为。
- 自我防卫：我们调适自己的态度，好让其支持自己的决策。
- 展望：我们有一种不理性的倾向，比较愿意赌亏损而不是赌获利，这意味着我们持有亏损头寸的时间长于持有获利头寸的时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.3 “羊群效应”的机理

无论散户还是专业投资者都有从众的倾向。前者可能缺少信息、独立研究或者分析判断能力，而认为既然大家都在买某只股票，不可能都是傻瓜，也可能是别人掌握了更多信息①，特别是散户愿意依赖专家的分析和建议，形成了买的人越多就越有人买的正反馈循环。至于专业投资者，如基金经理，为了避免因投资失误而出现名誉损失，他们有模仿其他专业投资者的动机。② 如果许多基金经理都采取同样的行动，“羊群行为”同样会发生。

心理学家认为个体离不开群体，从众行为来源于人类的归属需要。个体如果与群体不一致的话，不安全感会增加，甚至产生恐惧并改变自己的不合群行为。③ 心理学研究还证明，群体心理具有很强的情绪性、煽动性、暗示性与排他性，个人很难不受群体心理与行为的感染和影响，很难特立独行。④ 事实上，多数人在大多数情况下是正确的，只是在少数情况下（如市场反转的时刻）是错误的。但是，要做到不盲目，动态地把握“众”的取向与变动，及时作出合适的应对，是高超的技艺。

---

① 人类倾向于以他人作为参照点，在给出自己的意见和态度时，常顾及他人的意见；对于情感而言，需要借助他人来评估自己的情感状态是否正常或得体。拉德勒夫在1961年的实验表明：人们在必须提供自己的意见时，他们通常要附和别人，特别是当他们缺乏信息时，更是需要听从他人意见。

② 如两名基金经理甲、乙面临同样的投资机会。假如乙采取和甲不同的投资策略，那么有两种不同的结果：乙被证明是错误或者正确的机会各占一半。假如乙采取和甲相同的操作策略，那么也有两种不同的结果：乙是正确的或者尽管乙不正确，但甲也不正确，因此无法对乙的能力作出确定判断。乙往往选择跟从策略，逃避独自承担不利的投资结果。

③ 尼尔（H. B. Neill）认为，由于人类的乐群性，以及对偏离大多数人的恐惧，当人们处于主流之中时，心理上会感觉安全些；而一旦处于一个大多数人群体中，人们往往会受到情绪支配，而不是用大脑来思考，因此，大众往往出现错误。

④ 基斯勒1969年从个体的角度提出从众行为产生的四种需求或愿望：① 与大家保持一致以实现团体目标；② 为取得团体中其他成员的好感；③ 维持良好人际关系的现状；④ 不愿意感受到与众不同的压力。归属的需要与对被遗弃的恐惧使得投资者往往有意无意地改变或动摇原有的想法和行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何与众共舞又不失去自我，需要了解羊群效应从生成到走向灾难的进程。丹麦理论物理学家伯·巴克（Per Bak）建立的“自组织临界状态”理论是一个很好的模型。[①] 巴克的沙堆比喻同样适用于解释股价的运动机制。假设将沙一粒粒堆在一个大平台上，刚开始的时候，沙子落得到处都是，慢慢地却形成了沙堆（股价形成了上涨趋势）。随着沙的堆积，沙堆的侧面变得平滑，最终沙堆无法堆得更高（股价到达高点），沙粒落到最高点的时候就会直接滚落。巴克指出沙堆是自组织的，没有人可以决定任何一粒沙的位置，每一粒沙受到其他无数沙粒的影响。当沙堆到达了最高水平时即到达了一个临界点，[②]处于不稳定的边缘（价格顶部）。再加一粒沙子，就会导致一个小崩溃，沙粒沿着沙堆的侧面滑落，直到遇到了一个稳定位置时才会停下（股价下跌）；但也可能撞到其他不太稳定的沙粒，引发更多沙粒滚落形成雪崩（股价形成恐慌式大跌），一直到所有不稳定的沙子都落下了为止（形成价格底部）。

我们研究从众行为，最关注的是临界点在何时出现、有何特点，以及如何防范。行为的自组织性决定了趋势一旦形成，便无法阻止，因为人们喜欢用近期趋势推测将来，造成行为的自我增强。所以，作为投资者，关键在于明智地、及时地全身而退。

在股市中，一般情况下都是研究多数人对少数人的影响。然而，在现实中，也有很多多数人受到少数人意见的影响，转而采取与少数人一致的行为。人们从心理上趋向于从众，但也知道大多数人的意见未必正确，真理往往掌握在少数人手中。在市场反转发生之前，有些投资者开

---

① 复杂大系统可以分解成成千上万个小的相互作用的小系统，这不仅是因为它是由小的事件组成，更是因为它是由小的事件的相互作用组成。

② 政治学家戴安娜·理查兹曾研究了复杂系统的个体到达自组织临界点的原因。一个复杂的系统需要集合系统中个体的大量选择（称为“集体选择”）。当系统中的所有参与者获得的信息能够让他们得出单一的群体决策时，集体选择出现了。集体决策的出现，不需要所有的参与者都拥有特定的信息，而是他们形成了共识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始反向操作，逐渐有越来越多的人倾向于少数人的看法，逐步形成了相反的走势，这就是众从现象。

法国社会心理学家莫斯科维西最早对众从现象进行了研究(1966)。研究发现，要发生众从行为，多数人群体也应该具有三个特征：内部意见分歧、内部缺乏群体凝聚力以及信息不完全。法国社会心理学家多姆斯(1970)研究表明，当少数人群体中有权威人物参与时，提高了可信度，使得影响力大大增强。[①] 多姆斯还发现，松散群体相对凝聚型群体而言，更容易发生众从行为。由于股市中的信息不完全，投资者对股价的判断往往不确定，此时若权威人物或身边朋友发表与其不同看法时，容易改变原来的看法。

国内也有人用房间里开灯关灯的比喻来类比市场反转时的情形：[②]

> 一只股票为什么涨？因为不断有人愿意更多地买进。当你早早地持有并乐滋滋看着财富增长时，你是一个多头，更是一个潜在的空头。因为无论你坚定地准备持有多久，你最终必然有卖出兑现的一刻。
>
> 当一只股票不断有人追买而上涨，其实也是在快速消耗它的买气。随着价位的高升，追高者会越来越少，而已持有者却形成了巨大的获利盘，当股票翻上数位甚至更高时，这种巨大的获利盘是惊人的。一旦形势稍有变化，向下杀跌的每个价位都可以被接受。所以，我们经常可以看到行情缓缓翻转，然后突然地连续杀跌，迅猛而快速，伴有数个甚至更多的跌停板。所以，当你持有某股并盈利丰

---

① 社会心理学家早就强调，很多商品购买大量快速增减也和群体互动的行为模式有关。《韩非子》曾记载了齐桓公改变齐国人喜好穿紫色衣服的风气一事。齐桓公担心全国人都喜好穿紫色衣服，管仲建议："若要阻止这种风气，首先是自己不穿，还要告诉左右大臣，自己不喜好紫色衣服。"齐桓公愿意试试看，结果一天之内左右大臣都不穿紫色衣服，一个月内国内的老百姓也都不穿紫色衣服。

② 参见扁虫鱼：《投机者的扑克：操盘 18 年手记》，机械工业出版社 2010 年版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

厚时，其实是个危险的空头，因为你对该股票的贡献最多也就是维持现状，已经无力或无意再高位追入了。而你对潜在空头却能作出最大的帮助，光获利平仓就代表沉重的卖压，更别说可能还有的做空了。

你既如此，那么也就不难理解你身边那位和你一样的坚定看好者 X 了。X 一样坚定地看好该股，因为他早就买入，并坚决地持有至今。他还会持有下去，直到某些事动摇他的信心，使他成为一个不折不扣的空头。如果市场中大部分精明人士都唱多该股，那么请问，看空者何在？没有看空者，何来后续的买盘（涨到高位的买盘通常都来自早期看空者的追多及被轧空者的平仓盘）？没有买盘即停止上涨，少量的抛盘却动摇股价，并动摇持有者的信心。当越来越多的盈利者兑现他们的利润时，巨大的雪球从山坡上滚下。

股谚说得好："空头不死，涨势不止。"那么空头死了，又会怎样呢？

多、空并不绝对，而更像我们使用的开关。当你按下"开"时，灯亮了，你是亮方，但你又是个潜在的暗方。一个房间内密密麻麻地布满了无数个灯泡，每个人都握有一个开关，人们以亮或暗的多少来决定"亮"是对的还是"暗"是对的。当一盏盏灯被按亮时，每多加一盏"亮"灯就证明了"亮"更正确，也就催促着更多的"暗"者去按亮灯，亮灯越来越多，早期按开关者不停地欢呼雀跃，更多的"暗"者沉不住气也按亮灯，没按者寥寥无几。

当最后一批"暗"者投诚后，市场上似乎已很少有没亮的灯了。此时的市场仿佛静止了，多空在高位平衡了。然后，一些先知者开始关灯退出了，他们亮得够久，获利丰厚。而越来越多的亮者无法忍受没有更亮的局面，开始关灯，一盏盏灯熄灭了。很快，这形成了一种潮流，随着更多的人加入，一大片区域"暗"了下来。当然也有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些早期关灯者，认为已经够暗了，于是又重新打开了灯，但这已经抵挡不住按“关”的潮流，“暗”变成一种趋势，“亮”者一个个投诚过来，直到亮灯者寥寥，世界一片漆黑，一场大变革可能又在酝酿。

上面这段分析抓住了股价动力的源泉在于多空之间的博弈，并明确指出当多方无力再推高股价时，必然会发生市场反转。多方和空方一直是处于角色转变中，不变的只是价格运动的规律，即涨跌交错进行。每个投资者手里有一个开关，按开时他是多方，按关时又变成了空方。唯一不变的是，作为投资者只能不断变换着按动开关（否则就算不上是投资者，而是旁观者了）。而股价的波动就像是闪耀的霓虹灯，从暗到明，再由明到暗。①

我们也可以用从众—众从—从众这个循环来解释：当股价不断上升、周围人不断购入股票时，投资者会受市场人气的感染，也加入到购买股票的群体中去。这是从众。当股价上升到某一个点时，此时有一小部分人开始意识到股价高得不正常，开始抛售，这一小部分人的意见会引起周围的人思考，此时如有一个市场不利的消息，大家会纷纷采纳这小部分人的意见，开始抛售。这是众从。股价的下跌，引起更多的人抛出股票，股价继续下跌。这又是从众。当下跌到一定程度时，某些聪明的投资者会意识到已经跌得差不多了，开始进入，这一小部分人的意见会逐渐得到加强，股价开始有止跌的倾向，越来越多的投资者开始赞同那一小部分人的意见，纷纷介入，股价又开始节节攀升。这又是众从。当股价不断上升，会有更多的人看好股票，于是股价继续攀升，到一定点后，又下跌，就这样周而复始。市场趋势因从众而被加强，因众从而发生反转，构成了股市波动的动因。

① 科尔曼研究认为金融市场中投资者集体情绪定期摇摆的现象是内生的，不受外界因素影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

群体行为的后果是,作为群体成员要比他们是独立个体时规避风险的能力差。研究表明,与一群其他投资者共同行动能够为投资者提供信心去涉足本来可以规避的风险。其中的一个原因在于人们难以获得信息与洞察力,所以,许多人或者绝大多数人会加入可能获利的那一边,并仿效那些专家的行为。关于心理学作用的另一个重要的变化是在金融市场中得到广泛应用的所谓"技术分析"。这相当于以心理学现象为基础进行市场预测的计算机模型。这些模型可能在较早的时点上发现主要的转折点,但也可能引导使用者去跟随趋势。

3.4　群体性贪婪和恐慌

为什么投资者很难见好就收,及时兑现利润?为什么有人会不加分辨地加入慌乱的抛售中去?即便投资者已经开始留意市场可能出现反转,仍有很大可能禁不住诱惑。这就是贪婪和恐惧心理在作怪。而这种心理表现为群体性行为时,任何理性的想法和行为都难以存在。

查尔斯·麦凯(Charles Mackay)在《异常流行幻象与群体疯狂》一书中对大众心理造成的投资变化莫测写道:"金钱……常常是大众幻想产生的原因。为了金钱,冷静的国民一下子都会变成不顾一切的赌徒,将自己的命运赌注在一张证券的转折上。"投资群体心理的变化就像是一个"情绪加速器",容易出现偶然的、突然的膨胀,并最终形成极端结果。

我们在前面已经看到了,无论是分红还是企业的基本面(每股收益)都不是导致股价涨跌幅度过大的原因。而实际上,涨幅远超上述两个投资因素的股票并非少见。例如,在1981—2010年间美国股市涨幅最高的股票有:家得宝(1963.29倍)、思科(1025.84倍)、时代华纳(731.38倍)、微软(578.82倍)、甲骨文(576.46倍)、戴尔(547.47倍)、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安进(508.06 倍)、沃尔玛百货(409.24 倍)、快捷药方(258.33 倍)、应用材料(238.12 倍)、百思买(236.46 倍)、奥多比(215.16 倍)、联合保健集团(202.74 倍)、沃尔格林(179.40 倍)、英特尔(173.96 倍)、高通(159.08 倍)、劳氏(118.54 倍)。[①]

这些公司是美国本土的行业龙头公司,本身基本面比较好,而且主要是专业投资者的投资对象,仍无法避免出现价格脱离价值的市场波动。30 年里,最低涨幅为 118.54 倍,最高涨幅为 1963.29 倍,平均年涨幅为 3.9 倍—65.4 倍。这种反常上涨主要归功于投资者的盲目追捧,而背后的根本原因是贪婪。至于为什么会出现这种极端的投资心理效应,许多研究者提出了不同的看法。例如,凯恩斯(1936)认为股票投资就像“选美”竞赛,人们往往会揣摩其他投资者对某种股票的可能股价,反而漠视该资产本身的基本价值。希勒(1984)提出用时尚的流行与传染来解释。加美尔(1989)提出了“博傻”理论,认为总有一个或一些交易者相信泡沫破灭的时刻还没到,这就像接力棒一样,最后接下“烫手山芋”的成为大傻瓜。拉克斯(1995)认为是“羊群心理”所致。有经济学家认为主要是投资者错误地把“噪音”当作信息进行“蜃景交易”。还有一种解释来自巴斯基与德隆等人,认为这种行为产生的原因在于投资者采取的是适应性预期,股票价格的上涨将提高投资者的信心,投资者预期股票价格将进一步上涨。坎贝尔和科赫伦提出了消费习惯形成理论,认为股票上涨带来财富效应,由于投资者对更高的消费水平需要有一个习惯过程,不会马上把增加的财富用于消费,而是进一步投资于股票。

我们可以看一下之前提到的主要心理问题在股市上涨过程中是如何表现出来的。当股票市场已经持续上涨了一段时间,而且已到了人们因此而情绪激动的时点,查尔斯 · 金德尔伯格(Charles Kindleberger)经

---

① 资料来源:http://blog.sina.com.cn/s/blog.665dd84d0101of4p.html,2014 年 9 月 15 日访问。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常引用这样的话:"看到朋友投机致富的时候,没有什么比这更能扰乱人的安宁与心智了。"这常会导致出现所谓的后见之明与懊悔,试图纠正错误,在市场价格稍有回调的时候买进股票。上涨的价格很快就会吸引技术分析师,他们给出买进建议,随着股价的进一步上涨,代表性效应开始发挥作用,我们会理所当然地认为新近的趋势代表了未来,于是买进更多股票。在股市继续上涨之后,获得高额收益的投资者会越来越多。有些人把通过股市投资获得的利润全部再投资。① 他们在心理上把近期的收益与其余的财富区分开来,把这些收益放在一个心理账户中继续用来赌博。媒体和金融分析师的报告支持了投资行为,适应性态度、认知不协调、同化误差、选择性暴露、选择性认知、确认偏误以及社会比较等效应可能全部都在起作用。等到市场泡沫化严重时,可能会出现越来越多的警告信号。然而,错误共识仍不改对市场的判断,而许多老练的投资者开始兑现或做空。但选择确切的转折时点非常困难,市场经常会继续惯性上涨,甚至超过预期的水平。这就是群体性贪婪的高潮,已经多次在历史上重现。

贪婪之后是恐慌。当已取得共识的观点突然发生改变,恐慌就出现了。有证据表明羊群效应和心理因素会对股市恐慌产生强烈影响。曼莫汉·库马尔(Manmohan Kumar)和阿维纳什·佩尔绍德(Avinash Persaud)指出,恐慌的传播实质上是由于大众风险承受度的降低造成的。当投资者的风险承受度降低时,他们马上就会减少风险资产,因此资产价值同时也会减少。人们称这种蔓延为"纯"传染效应,因为它与风险同步,与共享的基本面信息和贸易汇率争端无关。

面对负面消息时,大众往往比收到正面消息反应更迅速。这和前景理论的结论一致。阿莫斯·特沃斯基(Amos Tversky)认为,人们对负面

---

① 社会心理学家把这种情形称为"用庄家的钱玩"。那些整晚赌博赢了很多钱的人会继续玩下去,直到把赢的钱又输掉为止,因为他们并没有觉得那些只不过是"庄家的钱"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刺激和正面刺激的敏感程度是不同的，受到负面刺激时的痛苦感要大大超过正面刺激时的快乐感。处于贪婪顶峰的投资者是快乐的，但是面对急转直下的市场，投资者面对损失带来的痛苦以及对痛苦的恐惧，要远远超过之前得到的快感。

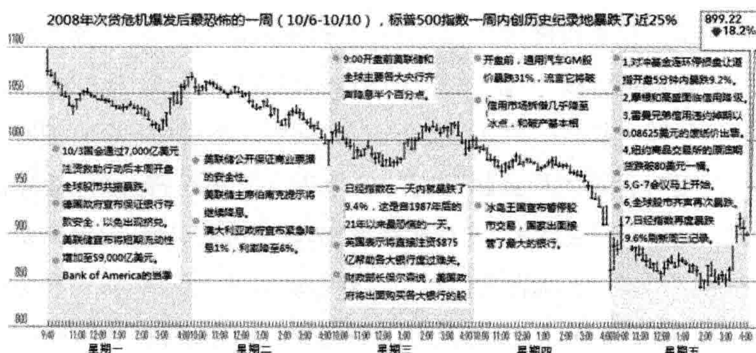


图 3-10　2008 年次贷危机爆发一周内资本市场事件与标普 500 指数走势

在一项著名的研究中，大卫·卡特勒（David Cutler）、詹姆斯·波特巴（James Poterba）和劳伦斯·萨默斯（Lawrence Summers）研究了1941—1987 年曾经影响股市的所有非经济事件。他们发现，在他们所调查的 49 次危机中，危机爆发当天爆出的消息对于标准普尔 500 指数平均造成了 1.46% 的涨跌幅。而在此期间，标准普尔 500 指数平均每天的涨跌幅为 0.56% 。几位专家表示，非经济事件对于股票市场的震荡幅度没有起到太大的推动作用，当然，也肯定没有媒体向投资者渲染得那么严重。所有这些事件引起的动荡都只持续了很短的时间，其对股价的影响也是转瞬即逝。

大多数恐慌都反映着其所在股市的内在运行逻辑规律。因此，当信贷紧缩，或者开始实施其他旨在限制股市投资者追加投资能力的措施时，市场向下调整是理性的选择。

本杰明·格雷厄姆提到过，股市开始下跌时，群体情绪是倾向新信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息的。假如市场出现了一个不利于我们的出人意料的大变化，比如突然像沙堆一样发生大塌方，价格指数急剧下挫。当看到市场下挫时，我们会开始更多地注意到风险因素而不是之前促成牛市的因素，这就造成了认知不协调。我们开始觉得市场上抛售股票可能是有理由的，而且随着市场进一步下挫，不安的情绪开始发展到了焦虑的程度。这是很自然的反应，处于焦虑状态时，我们的心智非常容易受到恐慌的影响，[①]人们此时会极其突然地出现态度急转，市场出现断崖式的崩溃。

股市从疯狂走向覆灭，再重新获得新生，之后重复这样的循环。唯一的不同只是每次的周期不一样长，而且大多数人似乎从未能够准确预测到。我们重温一下 1987 年美国股市崩溃时的恐慌情形。



阅读资料

牛市的一致意见[②]

另一个警讯是市场的情绪。每个交易者都深知，当市场中几乎每个人都看涨的时候，便是卖出的时机。问题是要找到什么时候才是卖出的精确时点。现在，这个时点看起来越来越像是 8 月。就在这个月，《商业周刊》杂志发表了一份长达 25 页的《年中投资展望》，通篇都是对股票市场的积极评论。还是在这个月，“哈德迪牛市指示器”也拉响了警报。这个每周指示器是由加利福尼亚的一家研究公司生产的，它包含一个加权指数，为全美 100 多家领先的银行、券商和投资顾问机构提供投资政策建议。简单地说，哈德迪牛市指示器的经验规则就是，如果超过 70% 的顾问建议买进，你就应该卖出。这个比例在 8 月达到了，也就是在市场达到顶峰之前的一天。自那以后，股票价格就一直在逐步下滑。

---

① 这是动物和人类处于危险情境时必要的应激反应，有助于继续生存。焦虑的情形包括烦躁不安、难以集中注意力、疲乏、肌肉紧张、睡眠不实，甚至头脑变得一片空白。

② 参见〔挪〕拉斯·特维德：《逃不开的经济周期》，董裕平译，中信出版社 2012 年版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后的细节到目前为止也是最糟糕的:星期五,10 月 16 日,道琼斯工业平均指数出现放量下跌——下跌多达 108.35 点,这也是此前最大的名义跌幅。大多数的股票交易者都知道,大卫·李嘉图的割肉止损这条老规则并不愚蠢。此时,许多投资者的账户已经出现了大量亏损——这是否到了应该紧急救援的时候呢?交易者们从四面八方会聚到当地的酒吧讨论最近的事态。为什么道琼斯指数跌了这么多?这真令人害怕。这次下跌是在持久的牛市之后出现的,受到了巨大的信贷扩张的刺激。市场情绪已经达到了顶点,利率也在稳步上升。此时离 1929 年大萧条 58 周年还有 5 天。1929 年,开始下跌时的交易量也很大——这是让人讨厌的相似点。同时,很遗憾,当年又是 58 周年。

10 月 19 日星期一这一天,情况一开始就不好。在东京,指数适度下跌了 2.5%,但在香港,则下跌了 11%,此后交易被暂停。当欧洲市场开盘的时候,伦敦与苏黎世的市场下挫了 11%,法兰克福下挫了 7%,巴黎下挫了 6%。迪马奇银行(Banque Demachy)的董事让-吕克·雷宾这天晚上到巴黎一家环境幽雅的餐厅参加商业宴会。就在晚宴开始的时候,他已经知道道琼斯指数崩溃了,它打破了星期五的纪录,让人难以置信地下跌了 180 点。当开始上甜点的时候,道琼斯指数已经下跌了 300 点。当他准备离开餐厅的时候,有人告诉他道琼斯指数已经下跌了 500 点,雷宾觉得这简直是在开玩笑。用百分比来衡量的话,跌幅如此之大在历史上还从未有过——尽管出现过暗杀总统、骚乱、大萧条、越南战争、朝鲜战争以及两次世界大战这样的事件。这一次人们无法解释——绝对无法解释这样的崩溃,或者,甚至不能解释此前的星期五所发生的可怕的下跌。然而,它发生了,千真万确。人们在不明就里的恐慌中大肆抛售手中的股票。

1987 年股市崩溃之前,芝加哥期货交易所 30 年期政府债券价格与道琼斯工业平均指数走势彼此跟随,直到 1987 年年初,此时债券市场开始下挫而股票市场则在上涨。1987 年 10 月股市崩溃后,两者之间的缺口大幅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收窄。实际上，想要卖出股票的并不仅仅是人。大约25%的卖出指令是由沉默的计算机发出的。其余的卖方才是人，其中之一就有乔治·索罗斯。他预计日本经济会发生崩溃，于是便在日本股票市场上做空，同时在华尔街持有多头。现在，他正想躲进华尔街的避难所，而一位美国交易者则把他的这次避难描述成他“所见过的最糟糕的抛售”，索罗斯的量子基金开始通过希尔森公司（Shearson）卖出几千份标准普尔（S&P）的期货合同，这家券商一开始卖出的报价为230美元，但是其他一些交易者就像秃鹫一样围拢上来，于是卖价垂直跌落到了195—210美元之间。等到他刚一清仓，价格又立即开始反弹，到收盘时达到244.50美元。后来估计，量子基金在这次交易中的损失达到2.5亿美元。与此同时，索罗斯还在价格最低的这一天的某个时点卖出了他个人所持有的股票。

道琼斯指数在这一天收盘时下跌了506点。在短短7个小时的交易中，其市场价值损失了23%，自8月的最高点以来已经下降了大约40%。彼得·林奇的麦哲伦基金损失高达20亿美元。美国股市崩盘把全世界都卷了进来。遭受此次极为沉重的打击，使全球市场的证券价值大约损失了2.4万亿美元。而后这一切便结束了。仅仅过了两天，市场崩溃就停止了。在10月21日星期三这一天，交易者的工作报告显示市场再一次恢复了平静。于是，他们又重新开始他们的牛市，市场在一天天稳步爬升，在之后的两年时间里又创造了最高的历史纪录。

所有这一切到底是怎么一回事呢？罗伯特·席勒，一位研究非理性金融市场的领军人物，想要解开这个谜团，于是他向私人投资者发出了2 000份调查问卷，向机构投资者发出了1 000份调查问卷。他总共收回了889份答卷。这些答卷非常有趣。几乎没有人提到有迫使他们卖出证券的任何经济或政治方面的消息。不过，他们卖出证券只是因为市场在下挫！调查还显示出许多人曾经认为市场已经被高估——甚至就在崩溃之前他们买进的时点上，而且他还发现大约有10%的人运用了明确的“止损策略”。大约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有 1/3 的人尤其受到了技术趋势指标的市场渗透影响。所有这些答案表明人们存在集体性的非理性。黑色星期一使股价大幅下跌，由于在此之前以及股价大幅下跌期间，并没有发生其他引人注目的重要事件——当然，除了股价大幅下跌这件事本身——因此，这次股价大幅下跌是很有意思的。

3.5 群体性癫狂的"冷热度"

如果投资者能够及时察觉到自己处于贪婪和恐慌心理状态而且能够控制自己不受诱惑和压力的话，至少不会遭受过大损失。如果他或她还能够了解到市场群体贪婪和恐慌的程度，通过及时做多和做空，将会获得巨大收益。

投资作为一门艺术，笔者相信这样的理想情况并非绝对不可能存在。知己者智，胜己者强，这属于个人修为，我们放在本书最后一章再作深入探讨。本节我们研究一下如何感知市场的贪婪热度和恐慌冷度。

汉弗莱·尼尔(Humphrey Neil)说过，当每一个人都有相同想法时，每一个人都错。相反理论和前面说过的从众一众从理论得出了一致的结论。其基本要点是投资买卖决定全部基于群众的行为，大众通常都在主要趋势上看得对。大部分人看好市场，看好情绪将变成实质购买力而导致价格上升，直到看好情绪趋于一致时，市场将发生质的变化。它指出当所有人都看好时，市场开始见顶；而当人人看淡时，熊市已经见底。[①]

相反理论给出了一个衡量市场冷热度的提示，即观察市场上的看好

① 相反理论认为在市场行情将转势，由牛市转入熊市前一刻，每一个人都看好，都会觉得价位会再上升，无止境地升。大家都有这个共识的时候，大家会尽量买入，升势消耗了买家的购买力，直到想买入的人都已经买入了，而后来资金却无以为继。牛市就会在大家所有人看好声中完结。相反，在熊市转入牛市时，就是市场一片淡风，所有看淡的人士都想沽货，直到他们全部都出了货，市场已经再无看淡的人采取行动，市场就会在所有人都沽清货时见到了谷底。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和看淡比例的发展趋势。在实践中，确实已经出现了一些试图反映市场心理状态的指标。

媒体和分析师的表现，是侧面反映市场疯狂程度的一个参照物。在市场最疯狂时，报章、电视、杂志等也都全部开动，宣传市场的看好情绪。市场跌到谷底，媒体也懒得报道市场消息。媒体为了自己的眼球经济，永远都选择大众喜闻乐见的路线，按照相反理论，正好成了反面指针。我们看两个有代表性的反向指标：好友指数和市场情绪指数。①

以厄尔·哈德迪创建的好友指数为例，统计范围包括基金、大经纪行、投资机构、报章杂志的报道。按下面公式计算：

$$\text{好友指数} = \frac{\text{总和(每处来源} \times \text{相对影响} \times \text{看涨观点)}}{\text{总和(每处来源} \times \text{相对影响} \times 100)}$$

好友指数值的范围由零开始，即所有人都绝对看淡。直到 100% 为止，即人人看好，当大于 90% 时预计市场就临近下降趋势了，当好友指数低于 10%，市场就临近上升趋势。如果好友指数在 50% 左右，则表示看好看淡情绪参半。指数通常会在 30 至 80 之间变动。

如何测量投资者群体情绪呢？关于投资者群体层面情绪的测量一般有两种方法：

（1）采取证券市场的定量数据来加以间接测量，如市场波动率指标（VIX）、未平仓看涨看跌期权比率（put/call ratio of open interest，PCOI）、成交量看涨看跌期权比率（put/ call ratio of volume，PCVOL）等。

（2）采取直接的市场调查法来加以测定。一种使用最广的指标就是看涨情绪指标和看跌情绪指标。

看涨情绪指标＝看涨投资者比例/（看涨投资者比例十看跌投资者比例）

看跌情绪指标＝看跌投资者比例/（看涨投资者比例十看跌投资者比例）

① 国外早在 20 世纪五六十年代就已开始采用跟踪调查的方式计算这两个指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

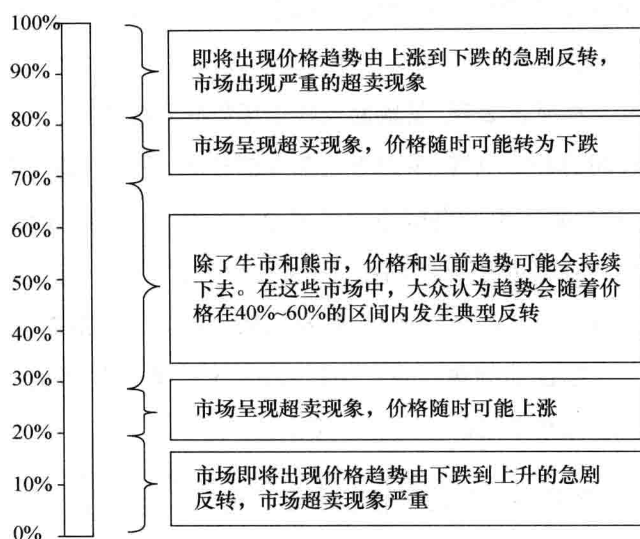


图 3-11　好友指数

资料来源：Earl Hadady, Contrary Opinion, New York, Wiley, 2000。

另一个市场情绪指数也很类似，资料来源为各大经纪行、投资专家、投资基金、专业投资通讯录，甚至报章、杂志的评论，据此计算出看好和看淡情绪的比例。①

表 3-1　多头指数

多头指数	意义
0—5%	一个主要的上升趋势已为期不远。投资者应抓住时机入货，博取无穷利润
5%—20%	趋势不明朗。大部分人看淡，只有少部分人看好。由于看淡的人比例大，市势随时可以见底。市场的许多转折点会在这个区域产生。此时，投资者应结合其他方法，如技术分析图表、成交量等去探测大市是否已经见底，再作出相应投资决策

① 多头指数得到了广泛的应用。然而，索特和斯塔曼的研究却发现，多头指数并不能准确预测未来股价的变化，而仅仅能反映过去的走势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

多头指数	意义
20%—40%	市场的悲观情绪仍然超过乐观情绪。如果大市在这个区域反转上升，通常升幅会十分凌厉，而且会创出新高点
40%—55%	市价可能上也可能下，趋势不明朗。此时，投资者切勿轻率入市，因为赢面和输面比例差不多
55%—75%	看好的人占多数，但又并非绝大多数。市势发展有很大上升余地。但如果这个比例看好的人多，大市却不升反跌，一定会是急促而陡峭，多数会出现近期的低点
75%—95%	看好情绪一路高涨，未来十分明朗。市场会在这个区域转势向下，但仍然有机会一路攀升一段时间。此时，应考虑其他分析手段来辅助决策
95%—100%	人人看好，情绪高涨，市场能量释放达到高潮，大市反转迫在眉睫。三十六计，走为上计！

在国外还出现了将新闻媒体刊登消息和市场价格走势进行对比分析，研究两者之间关系的成果，我们将在下一章进行深入探讨。要说的是，国内也有券商在尝试用新闻和事件指导股票操作。新闻选股方法是：

（1）新闻收集。搜索大型财经网站和相关网站，利用大数据的处理方法进行文本分析，寻找刺激股价的相关利好新闻以及负面新闻。将收集的新闻进行分类后作进一步处理。

（2）新闻的热度评估。在将财经媒体的新闻进行初步筛选和处理后，使用新闻点击量的变化评估某个新闻的热度。对于有利好新闻的个股，统计其一段时间内利好新闻点击量之和，选取近期点击量有较大提高的50个股构建组合，以求寻找新闻热度所带来的预期变化。

（3）利空新闻。将财经媒体的新闻进行处理后，在本期选股中每周剔除有利空消息的个股，增补新的热门股，以适应市场预期的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

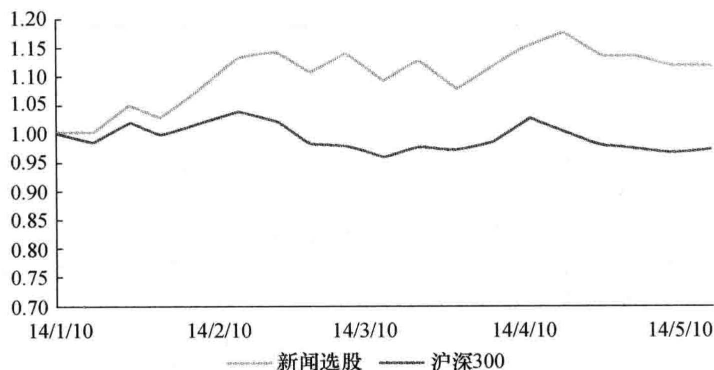


图 3-12 新闻选股与沪深 300 比较

上图给出了 4 个月的新闻选股法和沪深 300 的表现比较。可以看到排除了前期构建组合期间的表现,有 3 个月的表现优于市场并且走势稳定。尽管测试时间不够长,但还是可以看出新闻与市场表现明显具有相关性。

有学者面向新媒体——微博,也作了类似调研。① 课题组借助微博情绪数据,探讨了网络大众情绪与股市波动之间的关系。研究成果表明:微博网民情绪的起伏在一定程度上能够预测上海证券综合指数及其交易量的每天变化。

通过分析微博上较为常用的 2245 个情绪词历史数据发现,这些常用的情绪词与宏观的股票指数走势之间存在不同程度的相关性,并据此构建了一个与股票指数高度相关的“微博情绪综合指数”。进一步的统计分析发现,该指数对提前预知下一个交易日的上海证券综合指数的收盘价具有显著意义。课题组还根据心理学的情绪结构理论,将微博情绪进一步细分为快乐、悲伤、愤怒、恐惧、厌恶和惊奇六大类基本情绪,结果

① 由中国心理学会理事长、南开大学乐国安教授领衔的计算社会科学课题组经过研究,发布了“微博网民情绪系列研究”的初步成果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发现悲伤情绪能显著预测未来 1 至 3 天上证综指交易量的变化。[①]

上述指标和研究的思路是正确的，但能否通过量化方式清晰和较准确地展示市场群体的心理状态和情绪，是一个学术和技术难题。仅仅依靠这些指标无法从根本上解决我们的问题。

① 这与 2010 年美国印第安纳大学的约翰·博伦教授在其研究中发现的 Twitter 网站上的平静类情绪能显著预测未来 2 至 6 天的美国道琼斯工业平均指数的结果，具有一定的相似性，但又有一定的区别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

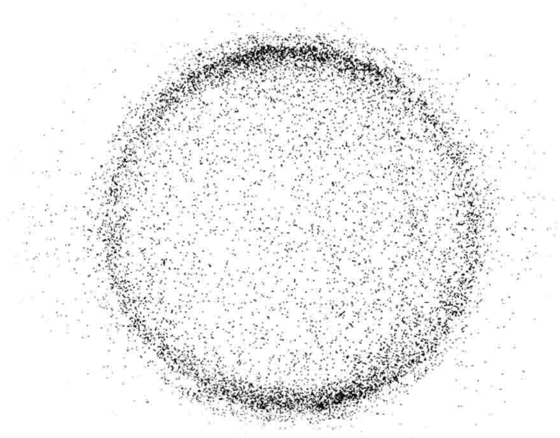
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

技术分析图上看市场群体心理

在个体中，疯狂是罕见的，但在团体中，疯狂是司空见惯的。

——尼采



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理解股市波动是一门艺术，至今没有任何纯粹科学的方法或者模型能够全面完整地解释哪怕是大多数股价走势。这就是本书的主旨所在：市场价格运动是由所有参与者的个体行动和互动行为形成的，最终表现为市场行为——价格的运动。

我们在前面把重点放在了了解个人在资本市场中会出现哪些常见的心理和相应采取的行动上，同时指出，每个人都不是孤立的，他们之间的相互影响，汇聚成一些“主流行为方式”，并通过价格呈现出来。我们这一章尝试进行“反向工程”，通过价格运动这种表象，借助常用的分析工具（行为心理学、技术、基本面等），观察股市群体行为的特征和规律，希望有助于保持一个超然的视角，避免自己不知不觉陷入群体无理性状态。

第一节　K线图的市场心理解读

从K线图上看到的是市场群体心理在股价上的表现，是市场资金在心理作用下给出的价格运动轨迹，可以看出市场的心理规律。

——马丁·普林格

信号是由一段时间参与到股票中的所有投资者的知识积累创造出来的。以另一种方式表达就是，一只股票的价格变动包含了所有投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于该公司发生的事情、所在行业、市场指数、政治、时事或者天气等所有因素的判断。① 在某一段时间框架内每一个操作了这只股票的投资者依赖于其所能获得的信息。这就是 K 线图信号特别有意义的原因。

曾有人煞有介事地建议，如果你用 K 线跟踪股市价格走势，最好是用纯手工制作一份 K 线图，每天亲手画出蜡烛体，你就会越来越与市场心有灵犀，对第二天股市的蜡烛体形状、大小和位置的预测越来越接近。对此论难以苟同，但其中仍有可取之处。当你用心画出每天的 K 线时，你会对市场越来越有感觉，这其实是将心理因素注入客观事物的必然结果，你会每天审视自己的心理期望和市场之间的差距在哪里。但是，这样做并不能让你更准确地把握市场。市场总是对的，因为你无力去纠正它，那么通过对比来反省自我，调整心理，也许会让你积累一些对市场动态的深入理解。

1.1　K 线是市场心理的反映

K 线是由一串连续的蜡烛体串联起来的曲线，如果你一段段地看，其中有一些蜡烛体组合，经过技术分析派高人的解读，形成了有意义的组合形式，比如红三兵、黑三兵、晨星、锤头等形态。这种叫法其实早在日本米商时代就已经存在了。技术分析大师们已经总结出了很多有意思的搭配组合，并试图从心理层面对其形成的原因进行解释。

K 线图有四百多年的使用历史，反映了人性弱点：投资的情绪化。精研日本蜡烛图二十多年的技术分析大师斯蒂芬・比加洛（Stephen W. Bigalow）认为，这些蜡烛体的形态能够将某特定时期内投资者的心理变化以可见的模式表现出来。他明确指出，K 线图具有双重功能，是投资者的恐惧和贪婪创建了蜡烛图信号，每天价格的波动和成交量可以看作

---

① 虽然许多形态是建立在人们的交易方式的基础上，但是还有一些形态是交易者期望的结果。对形态的识别和对结果的期望，使得判断所有形态是否真实变得非常困难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是投资者害怕和恐惧的指标。蜡烛图信号能够识别当天、本周或本月投资者的资金去向，并且能够识别出投资者情绪的波动变化。这番话出自看图分析大师之口，很有效，很神奇，对吗？他直接承认就是贪婪和恐惧情绪造成了价格和成交量的形态。

让我们来看看一些价格运动吧。注意下图，连续几天下跌后，阴烛开始扩大，引起心理崩溃，股票被抛售，股价跌得越厉害，给投资者带来的焦虑越多。多方变得越来越焦虑，空方人数越来越多。价格跌得越厉害，更多的投资者越恐惧。

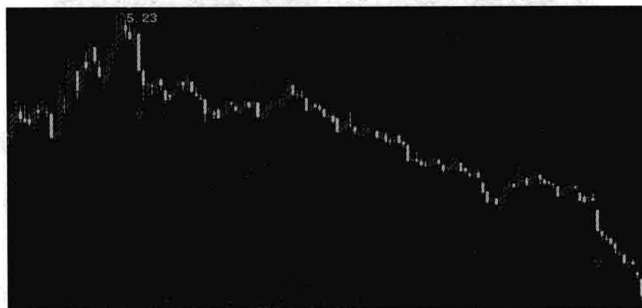


图 4-1　恐慌下跌

这是一个常见的现象，反映了大量的投资者没有能控制住投资情绪。观察下图，普通投资者面对股票连续上涨，情绪会变得越来越矛盾。而分析师和媒体也在怂恿投资者继续买入，股票行情正在飞涨，但是市场已经超买。

每一天股价上涨，投资者的信心也会变得更足。但价格不会永远上涨，总是浮浮沉沉。通过识别反转信号，可以让投资者在市场中拥有优势。

这种工具的神奇，在某个早期历史时代可能确实如此。现在的市场规模和信息传播速度，正在大幅削弱蜡烛图的信号功能。特别是对于为数不少的股票，通过人为操纵的方法可以作出连续几天的经过精心策划

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

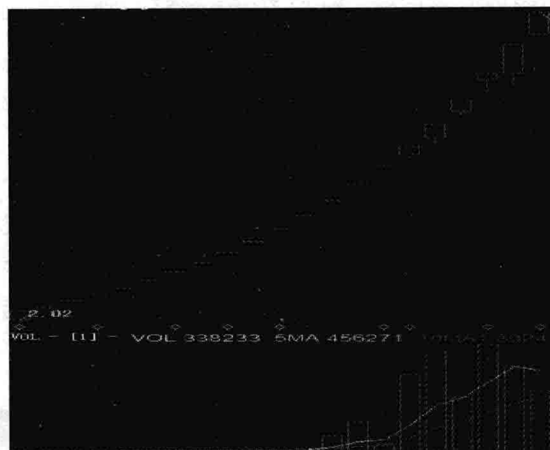


图 4-2　贪婪上涨

的蜡烛图的时候，更要慎重使用这个工具。但操纵指数的难度通常比操纵单只股票难度高。所以，如何辨别 K 线信号的有效性，是使用这种方法的前提条件，读者不可不特别留意。

笔者相信，即便是纯粹的技术分析派，也不会再盲从一种方法，特别是这种非常基础性的工具。但是，蜡烛图信号对投资者心理的刻画能力并不会完全失去。十字、锤头和吊颈、射击之星、多头吞噬、空头吞噬、乌云压顶、贯穿线、母子形态等，即便我们无法据此预测股价未来的走势，对于理解市场上投资者的群体心理表现，仍大有帮助。我们以母子形态为例，看看其中蕴涵的信息。先看图 4-3：

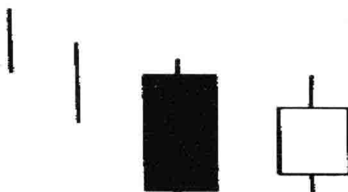


图 4-3　母子形态 I

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是一个在一条下降趋势的 K 线中截取的连续两个蜡烛体。在一个大阴烛(强下跌)发生之后,第二天市场以比前一天收盘价高的价格开盘,并以更高的价格收盘。尽管这个较小阳烛的实体部分没有突破前一天的阴烛实体,但做空的人应该注意到多方已经展现出了一定的反攻实力,多空力量可能发生调整,如果之后几天多方继续表现出上攻的力量,而且成交量也明显放大的话,就会使更多人相信反转已经到来,从而加入到多方阵营,拉动价格上升。

相反,如果在上涨的过程中,虽然前一天出现了强上涨(大阳烛),但是第二天的卖空力量导致市场以较前一天的收盘价更低的价格开盘,当天以较低的价格收盘,如图 4-4。尽管这个阴烛实体还未突破前一天的阳烛实体范围,但此时市场上一部分人会变得焦急,并开始抛出股票锁定盈利。如果成交量放大,市场趋势可能已经发生了变化,如果之后市场继续维持疲软表现,会使人相信反转已经到来。由于多方急于平仓获利了结和空方的加入,可能反映在成交量上比之前有较大增长。

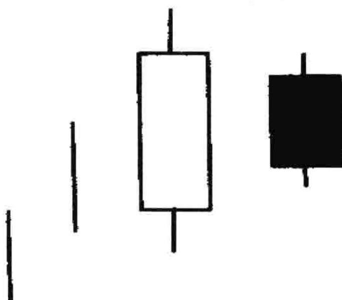


图 4-4 母子形态 II

上面这两个图形也被称为“孕育”,因为当日的交易价格发生在前一日的价格区间内,同时,做空和做多的力量正在悄然发生变化。这种 K 线组合出现的机会比较大,根据威廉姆斯对 9 种主要商品 50 692 个交易时段的研究,发现了 3 892 个这样的交易日,出现的机会高达 7 .6% 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和所有技术分析方法一样，K 线组合形态也不一定总能见效。特别是中国有不少炒股人士信奉这些技术方法，从而降低了方法的有效性，同时也容易出现人工制造 K 线组合形态，故意误导投资者的情况。抛开故意制造 K 线组合形态，其中还是蕴涵了不少行为金融的解释，我们继续探讨一些较有意义的 K 线组合形态的心理意义。

1.2 趋势反转的 K 线信号

反转是投资者最关注的价格走势的变化。趋势不可能在几天之内发生反转，通常需要一段时间的多空博弈和反复，才能集聚出反转的力量。在这个过程中，应该能够观察出反转出现前的迹象：原来的趋势可能正在失去动力。但这种趋势也许会持续一段时间或者出现反复（波动），这要视多空博弈的力量、时机和形势而定。但是，既然多空力量正在发生转变，最终的结果是明确的：上涨最终变成下跌，反之亦然。我们需要研究的是这个过程中会发生哪些情况。

蜡烛图的研究，特别是反转和信号组合已经非常成熟。我们摘编了一些重要的形态供大家参考。[①]



阅读资料

反转的典型信号是出现“十字架型”蜡烛体——在当天交易结束时，收盘价与开盘价相同或者接近于开盘价。这说明当天的价格在开盘价的上下波动，多空双方发生了争抢，最终任何一方都未能占上风。出现这种平衡状态表明原来的控制方仍有一定实力，而其对手方认为这种趋势正在失去使其继续前进的力量。下图的长脚十字架如果出现在上涨趋势中，说明对手

---

① 参见〔美〕斯蒂芬·W. 比加洛：《蜡烛图方法》，杨永新等译，机械工业出版社 2011 年版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力量更强大，尽管当天未分胜负，但是双方力量已经开始反转。而出现在下跌过程中时，说明原来的力量更强，对手方小试牛刀，暂时还需积聚力量。如果是上长下短的十字架，解释正好相反。



图 4-5 长脚十字架

“十字架”的类似形式是“吊颈”或“锤头”形态的蜡烛体。

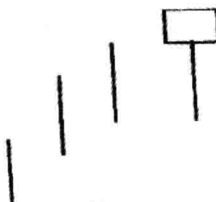


图 4-6 吊颈

吊颈是在上涨的趋势发生之后，市场开盘之后价格高开低走。此时，空方处于主导的地位，但是在当天交易结束时，多头已使交易价格回升到开盘价之上，从而产生一个阳烛实体。这种形态表明买方依然占据市场的主导地位，阳烛实体越大则买方优势越大。而下影线越长表示卖方的力量越不容小视。虽然多头仍然能够维持当天市场价格的上升而不至于下跌，但空头进入市场的趋势已经很明显。

吞噬型蜡烛图（也称为“阳包阴”或“阴包阳”）是另一个常见的趋势反转前的信号。

下图是阴包阳，在当天交易时，做空方已经使股票价格降至前一天的开盘价之下了。反之，如果在当天结束时，做多方整个突破了前一天下跌的蜡烛实体，就是阳包阴。这种吞噬的形态越强势，说明促成趋势反转的力量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越占据优势地位。很可能说明双方的力量已经发生了彻底转变。如果同时从交易量上看到了明显放量，那么信号的准确性很高，反映了市场做多或做空的情绪空前高涨，在价格上体现出所向披靡（上下影线越短，双方力量越凸显一面倒的领先优势）。

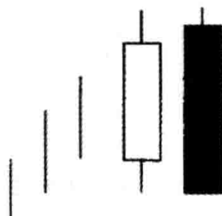


图 4-7　空头吞噬

有时候多空双方的力量对比还没有非常明显，但是出现了转机的信号，如“母子孕含”。

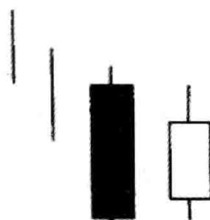


图 4-8　母子孕含

在一个强下跌的趋势已经发生之后，而且前一天的交易日为空头占优时，第二天的多头会使得市场以较前一天的收盘价高的价格开盘，并以更高的价格收盘。或者是在强上涨趋势发生之后，前一天多头占优时，第二天的空头会以较前一天收盘价较低的价格开盘，收在更低的价格，但蜡烛体仍包含在前一天的蜡烛体范围之内。

前者是市场上开始有不少人觉得价格足够低而抢筹，后者是市场上做多头的人变得焦急起来并开始抛出股票以套利，这预示着市场的趋势正在发生改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

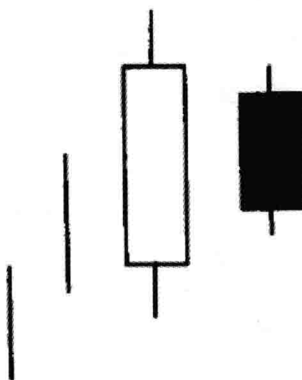


图 4-9　空头母子

下面我们看几个由 3 个蜡烛体构成的 K 线组合。

晨星是在强下跌趋势已经形成之后，人们开始惊慌起来，大量抛售手中的股票。第二天虽然卖出的这种状态仍然在继续，但是在低价位市场已经开始转入买入。如果成交量很大，则表明股票已经换手。第二天的成交价格幅度并不很大，而第三天多头的力量开始超过空头的力量。当价格开始回升到第一天的成交价格幅度之内时，空方衰弱而多方占据控制地位。

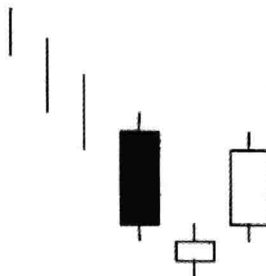


图 4-10　晨星

晨星出现在下跌趋势形成之后，对应的在上涨趋势形成之后，会出现暮星。一个强上涨的趋势已经发生，人们继续在市场上大量买进股票。而有些理性的投资者开始卖出股票获利了结。因此，由于买入方是主动的，第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二天所有的买入要求都能被满足，因此第二天的价格幅度变化并不很大。但是，随着卖出的力度逐渐增大，表现出空头力量开始超过多头力量，之后会出现成交量很大但价格下跌的交易日。大的成交量表明股票已经充分换手。

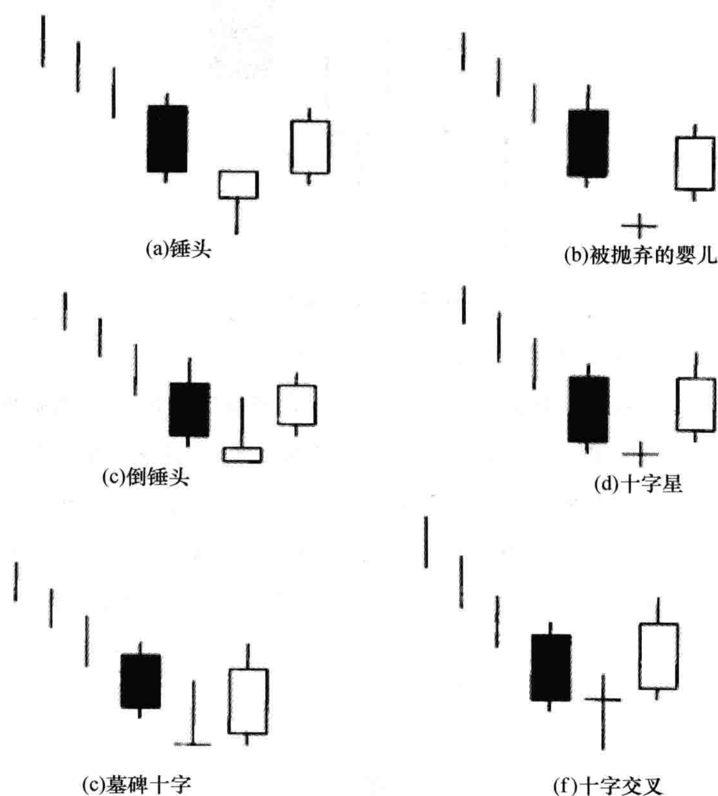


图 4-11　晨星的衍生形态

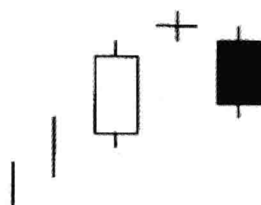


图 4-12　暮星

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

射击之星。在上涨导致市场各方参与者对行情极度乐观时，留意在一个交易日内先上涨，后出现空方占据市场主动，导致价格回落，最终收盘价接近开盘价并留下一条长上影线的情况。这说明尽管多方仍占优势，但是长上影线表示空方不仅已经进入市场，而且有相当大的力量。如果之后出现市场低开或者全天下跌，这是一个转势的明显信号。

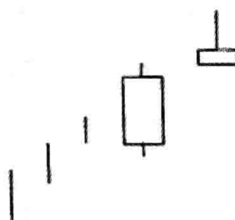


图 4-13 射击之星

三只乌鸦。在一个上涨行情形成之后出现了长阴烛，空方开始发力套现，如果后续跟着两个更有力的阴烛，就构成了完整的信号。上影线表明尽管在开盘后有买入，但空头力量明显强大。如果排除了操纵价格的情况，表明价格已转入跌势。



图 4-14 三只乌鸦

奇特三河床形态。在一个强的下跌趋势发生之后，第二天市场高开但空头的力量强大使价格回跌并创新低，在第二天收盘前多头重夺阵地并最终形成锤头。第三天多头的力量已经控制了市场当日收阳。从第二天和第三天可以观察出多方的力量，借此判断是否有可能转势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 4-15　奇特三河床

三红兵，市场低开的价格表示空方的存在，但在当天结束之时，多方的力量会超过空方。这表示一个健康的持续的回升行情即将开始。

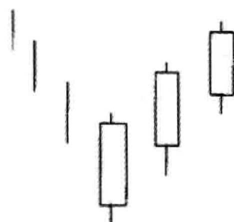


图 4-16　三红兵

大敌当前形态，在一个上涨的趋势或者持续很长时间的下跌趋势的反弹发生之后，第一天出现一个强阳烛，接下来几天市场变得疲软，虽上攻但无力。空方再加力打压价格。在连续三天较量之后，市场可能出现反转。

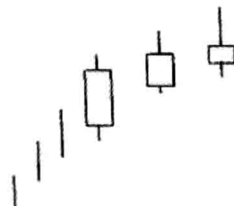


图 4-17　大敌当前

梯底，当一个强下跌趋势形成之后，会出现这样一天：多方经过长期积聚，开始反攻；当天的价格尽力想升至前一天的最高点，即使当天仍以最低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价收盘，但行情已经具备了反弹的可能。当第二天市场开盘更高时，多方已经完全占领了市场的主导地位，此时多头开始反攻，股价一扫颓势，一路飙升。如果最后一天市场的交易量增长得很明显，那么就表明多头和空头攻守已完全逆转。



图 4-18 梯底

低价配，在一个明显的下降通道中，一个长的黑色蜡烛出现之后，多头的力量使得第二天开盘价高于前一天的收盘价。然而，空头仍然有足够的力量来控制市场而使其当天股价下跌并以最低价收盘，并且收盘价与前一天的收盘价相同。此时，这个相同的收盘价表明短期内该价格将成为有效的支撑位，行情有较大可能在此价格附近企稳。



图 4-19 低价配

颈上线，在市场持续下跌后，一个长的黑色蜡烛会加强下跌趋势的延续。第二天开盘更低而形成一个小的向下缺口，但这种趋势被多头拉回到前日低点。但这时多方会有担心，因为上涨的趋势没有更多的力量支撑。而空头会在第二天重新回到市场，并使得下跌持续。

颈内线，模式与颈上线模式的市场情况类似。在市场单边下跌后，一个长的黑色蜡烛会加强这种下跌趋势的延续。第二天市场开盘更低而形成一个小的向下的缺口，这种趋势被多方拉回到前日低点，但这时处于上涨趋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 4-20　颈上线

势的多头会有担忧，因为这一趋势没有更多的力量支撑而空方于第二天重新回到市场，并使得下跌的趋势继续。



图 4-21　颈内线

插入的模式与颈上线的模式的市场情况类似。在市场单边下跌后，一个长的黑色蜡烛会加强这种下跌趋势的延续。第二天市场开盘更低而形成一个小的向下的缺口，这种趋势被多头拉回到前日低点。但这时处于上涨趋势的多头会有担忧，因为上涨的趋势没有更多的力量支撑。而空头于第



图 4-22　插入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二天重新回到市场,并使得下跌的趋势继续。插入的模式比颈上的模式和颈内的模式的力量要强,但不如贯穿模式的力量。

上升的三尖兵,被认为是上升趋势的修整,第一天出现的阴烛使得投资者对多头阵营产生了疑问,第二天也是同样的情形。至第三天,多头开始确信空头的势力没有足够的力量进一步使得价格下跌。因此,多头重新恢复信心并进入市场。

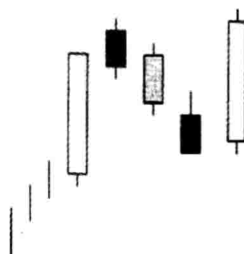


图 4-23　上升的三尖兵

下降的三尖兵被认为是下跌趋势的修整。第一天阳烛的出现使空头开始紧张起来。当他们看到多头的势力没有足够力量进一步推升价格时,空头重新恢复信心并开始抛售。

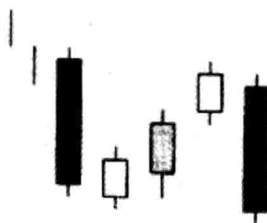


图 4-24　下降的三尖兵

分离线,在上涨的趋势中,一个黑色的实体发生了。这个黑色蜡烛的出现使得多头开始紧张起来,但是第二天价格从前一天的开盘价向上出现了一个跳空缺口,这又使得多头重新恢复了对于上涨趋势的信心,于是重新回到市场并使得价格进一步上升。投资者的信心得到了恢复,而趋势也得以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持续下去。下跌的分离线与上涨的分离线恰恰相反。



图 4-25　分离线

1.3　并非多余的提醒

由于K线蜡烛图在股市投资者中的普及和广泛使用，这个工具对于判断价格走势的作用已经大不如从前了。投资者根据K线图作出反馈行动，表明K线图引导了投资行为。在这种情况下，操纵价格作出误导广大投资者的K线形态，已经成为值得重视的动机。

本节选取了一些K线图形态，并非是强调其预测走势的一面甚至给出买卖信号，重点是引导读者通过观察K线，了解股市多空双方的力量变化（特别是有可能引起走势转变的前后）和市场整体情绪。对于较易操纵股价的股票，其实K线图已经完全失去了参考价值。

为了尽可能避免误用K线图，在此我们还要再多说几句。在东方文化中，3是个重要的数字。在K线中，头肩顶、头肩底都是很常见的形态。而对于K线组合，3个或者以上个数的连续蜡烛体往往能给人各种启发。在反转信号中，3个白兵预示市场的回升，3只乌鸦预先警告市场的下滑。中国有俗语“事不过三”，往往把3当作一个关卡，达到或者越过这个数字，事情往往被认定或者发生了质变。3似乎成了人们在心理上进行确认的门槛数字，这已经得到了脑神经科学和心理学研究成果的支持。人们心理上在得到3次或以上的确认之后，会形成某种判断，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于心理具有一定的认知惯性，而维持到这个认知被推翻为止。而推翻这个认知的次数，也应该是 3 次或以上。如是循环往复。

可以把这个道理加以推广。当没有其他方法判断价格是否有可能被操纵时，K 线形态出现的次数越多，做骗线的可能性相对减少。比如圆形顶底，这种形态持续的时间越长，信号也愈加可信。圆形顶表明买入的力量正在减退。当价格开始下降时，证明空方的力量开始增强。随机指标进入了超买的区域，同时蜡烛的体积变小。圆形顶端表明了投资者情绪的逐渐变化。当价格开始下降时，向下缺口的形成预示了空头的情绪开始占据主导地位。

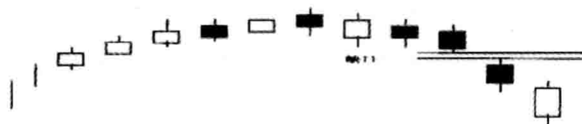


图 4-26　较状顶端

其他帮助 K 线图确认信号的技术指标还有 KDJ 和 MACD 等。当 K 线出现购买信号而 KDJ 显示超买时，或者卖出信号在下降趋势的末端，这种矛盾情况足以引起投资者的警惕。判断信号的时候，成交量是一个很值得参考的指标。当 K 线信号出现的时候，成交量确实可以帮助确认信号。成交量在某天突然放大预示着有情况发生，该情况发生时可能连续 2—4 天都伴随着成交量的放大。在走势出现转向期间，大量换手通常意味着惊恐的空方或亢奋的多方已经伴随着情绪激动完成了换手。

笔者认为，根据 K 线图提供的买卖信号进行操作，相当于在信息时代采用四百年前米商的落伍做法，是绝不可取的。通过 K 线了解市场整体情绪，再辅以其他分析手段，才是正途。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节 MACD 帮你辨认真正的价格动向

任何良好的系统和方法，几乎都可以赚上一阵子钱。但是，我们食古不化的本性，经常是很早就出现，不用等很久。

——亚当理论

与 K 线相比，MACD 其实是表示价格变化的“加速度”的一个指标。根据物理学常识，当物体加速度在减小时，速度仍在增加，但增加的幅度越来越小。对于股价也是同样道理，我们把“物体”换成“股价”，上面这句话的意思就是“当推动价格上涨的力度下降时，价格仍在上涨，但涨势（涨幅）越来越小”。根据物理学定理，此后速度会逐步下降为零。而在股市里，将是另一番景象——价格从上涨转变为下跌。

当维持涨跌的内部动量减小时，虽然还在涨跌，但走势正在缓慢变化。我们研究 K 线图时，重点就是放在观察价格走势转向的迹象上。但是，除非你有很好的看图心算或高超的数据处理能力，仅从观察速度或者 K 线上，很难尽早发现其中的微妙变化，所以，在物理学中，人们使用加速度这个指标，而在股市中，为了察觉价格走势的变化，我们使用 MACD。

加速度的变化要比速度变化更早反映出来，也就是说，对于价格走势的内在变化，MACD 比 K 线更早露出端倪：当 MACD 呈现减小趋势时，K 线仍然呈现出增大趋势，这就是两种走势间的“背离”，通常用于提前对价格走势作出判断。背离的情况见图 4-27 所示。

也有直接用 DIFF 的走势和 K 线走势进行对比的（图 4-28），DIFF 和 MACD 的变化逻辑是相同的，但在具体使用时还是有细微的差别。

出现价格 K 线走势和 MACD 上的背离，说明原来的价格走势有可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

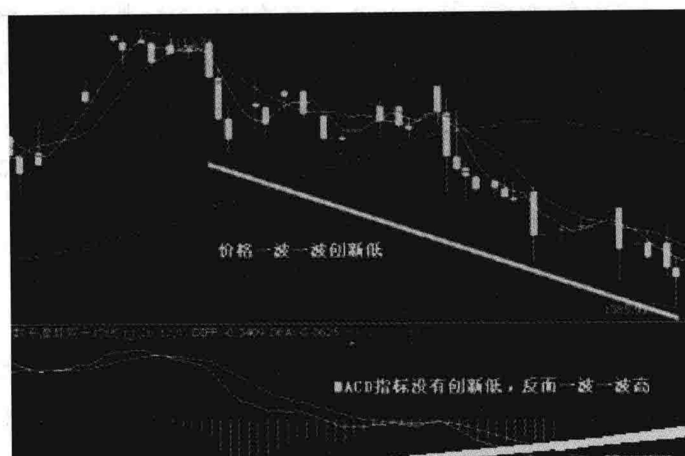


图 4-27　MACD 与价格走势背离

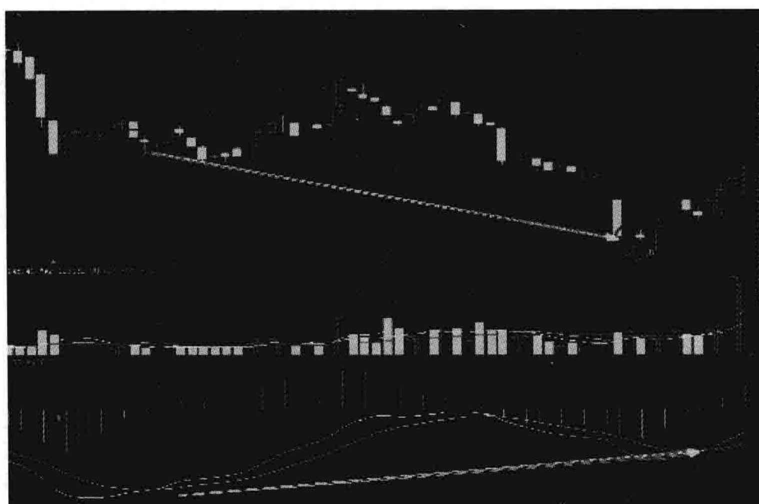


图 4-28　DIFF 与价格走势背离

能出现变化(转折)，对于趋势转变有较好的预测效果。

MACD 最常被用到的是它给出的买卖信号，经常用 DIFF 和 DEA 的交叉信号作为买卖信号的依据，在技术分析派里有“金叉”“死叉”，分别作为买入或卖出的信号。笔者完全不赞同这样使用 MACD。这种看上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去神乎其神的简单操作法则，是对复杂市场变化的极其幼稚的模拟，相信在今天的技术分析派中，也已经失去了吸引力。金叉和死叉频繁出现，信号出现过早或过晚，参数如何设置才能避免指标钝化或过度敏感等等，是所有趋势类技术指标难以克服的问题。笔者认为，只需关注MACD对价格走势的提示和多空博弈对比力量即可。

2.1　MACD更易于提前预知走势转变

在MACD图上，转向速度较快的那条线是DIFF线，速度稍缓的是DEA线，零轴上下的柱状体表示的是2倍的MACD的大小和正负。

MACD比较适合观察较长时间周期的价格走势。比如30分钟或以上、日线、周线、月线及以上级别的MACD。经验上，在30分钟MACD图上出现的价格趋势，有可能引导未来长达几个月的K线走势。日线级别的价格趋势，影响时间可能长达一年以上。而5分钟MACD可能变化较频繁，而且只作为了解未来一两周价格变动的一个参考指标。

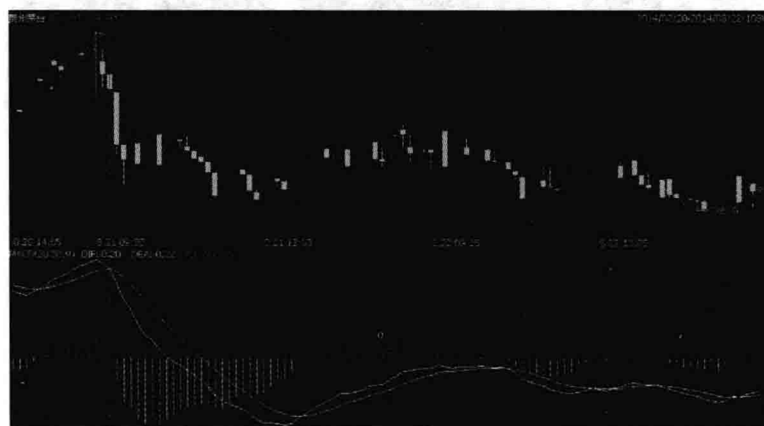


图4-29　净做空和净做多

我们可以把MACD图零轴上、下的柱子分别看作做多和做空的“净能量”。当出现死叉时，该股的博弈处于净做空状态（柱子在零轴下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方）,而出现金叉时,则处于净做多状态（柱子在零轴上方）。无论净做空还是净做多,这些柱子都有一个自然生长和衰败的过程,也就是形成或大或小、或宽或窄的扇形。

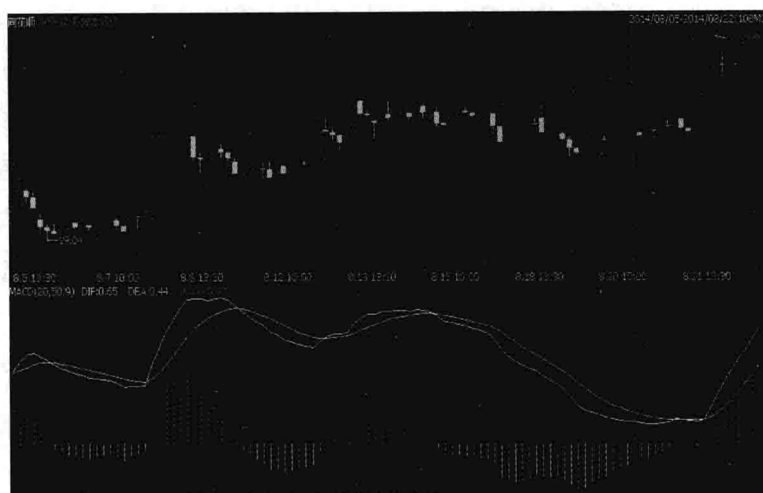


图 4-30　牛市时的 MACD

我们需要了解的是,这样的净做空或做多的力度和持续时间有多久,对于股价跌涨的实际影响有多大。我们确实可以观察到很小的扇形,如净做多或做空的扇形只有三条就结束了。但也会看到起起伏伏连绵不绝的扇形,比如处于牛市的股票常常出现净做多的扇形,处于熊市的股票则有连绵不绝的净做空的扇形。这种扇形对于股票价格的影响非常大。

至于这种影响到底有多大,没有确定的答案。有个经验法则可以作为参考:当两条快慢线仍处于零轴之上时,净做空出现时对于股价下跌的引导力一般小于两条线处于零轴之下时。相反,当两条快慢线处于零轴之下时,净做多出现时对于股价向上的牵引力一般也小于两条线处于零轴之上时。换言之,无论是牛市还是熊市,一旦形成趋势,暂时的做空或做多,对于价格走势的影响是有限的。此时的暂时,是指对做空或做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多的扇形的面积而言的。当然，一般而言，会产生短期的价格变化，这种影响可以从分时图、1 分钟、5 分钟可能观察到。[①]

这个经验法则的心理背景是：股票处于牛市时（两条快慢线在零轴之上），即便出现了净做空的力量，但是由于已经形成了上涨趋势，投资者不太注意或者不愿意相信价格将出现明显转折，承接的力量和来源不绝，因此客观上封住了股价下行的空间。例如，我们在同花顺这只股票上看到了尽管连续 3 天出现净做空，实际上股票价格重心并没有显著下移。而之前也出现了隔日交替出现净做空和净做多的情况，可能给市场造成了只是调整换仓而大跌机会不大的感觉。我们从 K 线图上也看到了每日股价的表现比较纠结。

另一个经验法则是：两条快慢线终究会穿越零轴，即任何股票的变动规律都是从牛市转入熊市，再转入牛市的起伏变化，只是牛熊转换的周期不同。这个法则可以结合 K 线和 20 日、30 日、60 日移动均线的关系进行判断。如果只是价格调整而不是市场牛熊转换（无论中短还是中长期）[②]，那么这两条线可能会在零轴的一侧起伏多次，虽然很靠近零轴，但都无法形成交叉甚至接触。所以，要留意判断快慢线接近零轴时的形态、多空力度，预判出现牛熊转换和价格调整两种情况哪种可能性高，这往往无法只从技术面得出，应综合考虑政策、消息、基本面、板块整体表现等因素的共同影响。

2.2 背离之后还可以背离

快线和慢线的交叉体现了维持价格变化的内在因素发生了改变，而

---

① 但如果影响扩散到 15 分钟、30 分钟甚至更高级别的走势，则此时已经不能算作是暂时的影响了（通常不会出现这种情况）。

② 观察日 K 线是否会下穿 20 日或 30 日移动均线，结合 MACD 快慢线靠近零轴的情况，综合判断股票是否有可能出现中短期牛熊转换。同理，观察日 K 线下穿 30 日或 60 日移动均线的可能性，结合 MACD 快慢线靠近零轴的情况，综合判断出现中长期牛熊转换的可能性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MACD 柱子大小、形态和形成扇形的时间，表示了净做空或净做多的能量情况。结合牛市和熊市的市场一般心理，就比较容易对价格走势有更准确的认识。

这里我们还要谈谈净做多或做空的能量与快慢线以及 K 线走势之间的互动关系。以牛市的上涨股票为例，当出现净做空时，我们知道原来的股价上升走势开始被削弱，未来一段时间的正常变化是随着净做空力量的加强（零轴下的柱子越来越长，扇形面积越来越大），K 线应该由上行走势变为走平之后下行（至少不应该继续上行）。[①] 但是，也会出现净做空力量加大，而 K 线不仅不下行甚至继续上行的情况，这就是“背离”的一种表现，称为“顶背离”。

顶背离显然是价格走势的异常表现，有三种组合形式：K 线与快慢线趋势背离，K 线与多空能量（扇形面积）背离，K 线与快慢线和多空能量同时背离。前两种背离可能是多空双方处于胶着状态，技术面出现“钝化”，难分胜负。而第三种情况则大局已定，价格走势必然很快出现转势。



图 4-31 顶背离

① 传统技术派对这种情况的解释是，当股价 K 线图上的股票走势一峰比一峰高，股价一直在向上涨，而 MACD 指标图形上由红柱构成的图形的走势是一峰比一峰低，即当股价的高点比前一次的高点高而 MACD 指标的高点比指标的前一次高点低，这叫顶背离现象。顶背离现象一般是股价在高位即将反转的信号，表明股价短期内即将下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从这个图上，我们看到K线和MACD的走势在后期是背离的。K线始终都在向上行，而MACD的快慢线和K线出现背离，但是做空能量(多空能量)是先增加之后减少，并没有一直与K线背离。这也说明了在图形的中段出现的价格回调并没有最终形成走势逆转。

图4-32是一个K线和MACD快慢线、多空能量同时背离的例子。之前股票一直在筑底，但是K线已经和MACD的快慢线、做多能量产生背离，稍后该股进入上涨区间。由于这是一个周线级别的截图，所以可以看到，即便是这样的底背离，仍需要相当长的时间才能促使价格转势。换言之，背离之后还可以继续背离，[①]很难仅凭背离预测准确的价格转折时点。[②] 另一个有趣的现象是，某一时间周期背离，其他时间并不背离。我们在这个例子里也可以观察到，在日线级别，MACD和K线并未

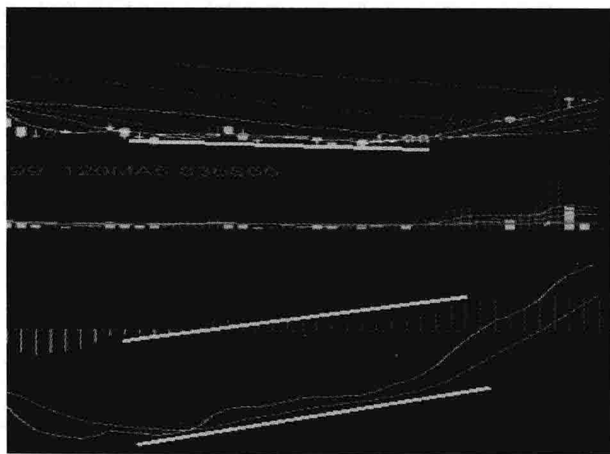


图4-32　底背离

① 背离有强背离和弱背离之分，具体不赘述。即便连续出现强背离仍不一定马上出现价格走势的转折。

② 在使用中有一个经验法则，就是在高于80或低于20背离，特别是经过了一段时间的钝化，这样的背离较有效。而在20—80之间往往多数属于调整。背离本身不能马上决定价格走势转向，因此，非高位或低位的背离，对于操作的指导意义更为有限。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出现背离,如图 4-33。

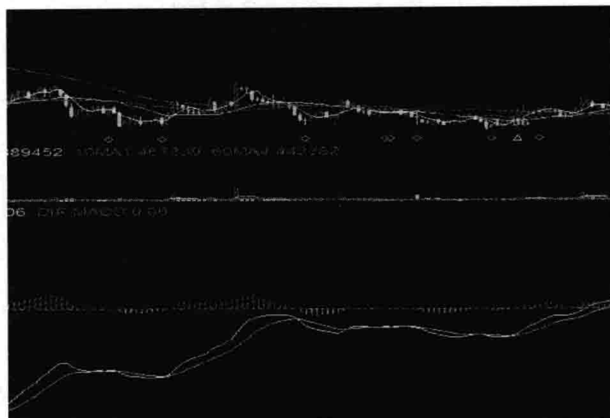


图 4-33　不同级别的背离

笔者并不完全赞同将黄金交叉和死亡交叉作为买卖信号。这种经验性的说法应该与时俱进,而且应用时也需要留意选择何种参数以及是否具备使用的条件。① MACD 主要用于对大势中长期的上涨或下跌趋势进行判断,当股价处于盘局或指数波动不明显或太快时,MACD 信号作用较不明显。②

在技术派的操作经验中,还有一些比如两次黄金交叉、两次死叉,我们也可以从投资心理角度给出解释。例如,交叉法则认为,MACD 的快线连续两次向下交叉慢线,将造成较大的跌幅;而快线连续两次向上交叉慢线,将造成较大的涨幅。尽管这个法则未必任何时间都有效,但是

---

① 例如,很多人在股票软件上设置快速参数多为 12 日,慢速参数多为 26 日,这是因为中国股市在早期是一周 6 个交易日、一月平均 26 个交易日而沿袭下来的,投资者可改为 10 和 22。但可能结果差别不大。笔者喜欢使用 20 和 50 作为快慢速参数,这纯属经验范畴,不足为凭。

② MACD 指标可以去除掉简单移动平均线经常出现的假信号,又保留了移动平均线的优点。但由于 MACD 指标对价格变动的灵敏度不高,属于中长线指标,因此在盘整行情中的使用效果较差。在使用 MACD 指标过程中,需要注意 MACD 指标对于研判短期顶部和底部并不一定可信,需综合其他指标或信息做出研判。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以考虑当出现连续两次快线向下与慢线交叉时，说明原来的价格走势连续出现两次“刹车”情况，那么配合观察这两波的做空力量，如果做空力量在增强，则有可能耗尽维持原来走势的多方力量，从而转入下行周期。此后必然有一个相对较长时间的跌幅，当然这是一个相对前期走势时间的量。可以通过观察 K 线级别，大致了解一个下行周期可能持续的时间长度。① 对于两次向上交叉可以类似理解。在这里两次是个心理门槛，前面我们已经讨论过，如果连续出现两次相反的力量博弈，而且力度足够大的话，会扭转一部分人对于市场走势的看法，引发助推的行为，导致或者加快走势转折。比如“MACD 低位二次金叉”，经过“第一次金叉”之后，空头虽有进攻动作，但是再次被多头击败，造成又一次死叉，可能引发更多人相信价格转折点即将到来，加入多方阵营，引起多头力量喷发，促成走势转折。当然，这只是一种可能，还应结合 K 线形态进行研判。

MACD 是目前看来较难被有意操纵的一种技术指标。特别是背离，这是多空能量聚集和释放的过程，很难简单地靠操纵价格和交易量不留痕迹地实现。背离很类似弹簧储能和释放的过程，由于外部加在弹簧上的力度和速度不同，导致超常扭曲，必然需要释放，甚至一次释放也不足以回归正常水平，也许需要多次背离或者形成更高级别背离之后，即反转力量积聚到足以抗衡原有趋势动力时，反转才能产生，但是反转也经常出现过度的情况，导致反方向的背离，这可能是导致价格波动的一个根本原因。

2.3 市场体温计

投资者对于特定股票的投资热情或者说热度，也是考量市场情绪的

① 日线周期的 MACD 波动得非常缓慢，MACD 可以缩小到分钟级别 K 线中使用。比如 5 分钟级别的一个下行周期可能持续几天到几周，而 30 分钟级别的下行周期可能持续几周到数月。日线级别的下行周期有可能长达几年。余类推。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要参考指标。较常用的如 RSI、OBV。

RSI 指标反映了在统计期间的收盘价走高的总天数与收盘价走低的总天数之比，如果我们以 20% 和 80% 来划线，那么前者代表收盘价走高（当天上涨）的总天数是收盘价走低（当天下跌）的总天数的 1/4，后者正相反是 4 倍。如果以一个月的开市日数为 20 天计算，RSI 为 20% 意味着有 4 天是股价上涨，16 天是股价下跌。这样一种涨跌天数相差悬殊的情况，能够反映出市场情绪处于较极端的状态。其实按照人的心理特征，往往市场持续性的表现较易影响投资者当下的情绪，比如连续 3 天以上上涨，可能会引起投资者产生市场走势将继续维持下去的印象。而 RSI 统计的只是股市上涨的总天数[①]，如果上涨或者下跌的日期之间相隔较长，这种统计对于市场情绪的刻画可能未必准确。

因为只是观察每日的收盘价，那么对于那些在收市时故意做盘的情况就需要提高警惕，而且有些被高度控盘的股票或者市值较小的股票，收盘价未必有意义。因此，RSI 只是一个指示市场热度的简单指标，在指导操作方面还需留意其局限性。

另一个著名的人气指标是 OBV，由于该指标计算的是当日实际净做空或做多的交易量，是价格变化和交易量变化的综合体现。OBV 指标方向的选择反映了市场主流资金对持仓兴趣增减的变化，体现了人气动向，当股价走势和 OBV 线运动方向相反时，表示支撑股价走势的力量（或人气）在衰减。

OBV 指标在国内被发展成为一个观察和发现中长线庄股的工具。而对于庄家控盘的股票，尽管 OBV 的很多特点都会失灵，如价涨量增，因股价在上涨过程中没有获利筹码加以兑现，所以股票尽管涨得很“疯”，成交量并不增加。或者因为涨跌停板，股票在连续涨停期间，一

① 当然，也可能出现连续 3—4 天都是上涨或下跌，而其他时间均相反的极端情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 4-34 OBV 示意图

些人持股观望，导致出现越涨越无量的现象。因此，对于那些达到涨跌停板的股票，OBV 指标也无法正常发挥作用。但是，对于庄家的吸筹、拉升、派发动作，投资者从 OBV 中找到了相应的规律。①

中长线庄家通常在股价低的时候会吸进大量筹码，在底部收集筹码阶段，庄家推高股价，同时伴随成交量放大现象。本来应反映为 OBV 与股价同时上升，但是为了降低吸筹成本，庄家会向下打压股价，反复吸筹，出现股价在低位盘整而 OBV 却走高，形成底背离。② OBV 使用时应同时观察股价走势和交易量的变化，因为 OBV 是这两个因素合在一起的效果，如果其中一个量的变化保持在一定范围，而另一个大幅增加，OBV 仍会变大。例如，在股价高位区，OBV 急速上扬，倾角过大可能是因为交易量过大，导致做多动能消耗过快，未必有利于后期的股价。如果这两个量一个增大，另一个减少，则结果不确定。例如，当 OBV 出现超过一个月以上接近水平的横向移动时，而股价也没有明显走势时，代表市场正处于盘整期。

① OBV 与股价底背离时，为“收集筹码”阶段。OBV 和股价同步上升，为“吸货”价段。OBV 与股价顶背离时，上升趋势后劲不足，为“派发”阶段。OBV 与股价同步下降，为“出货”价段。

② 当然，庄家也可以在每日盘中吸筹，收盘时打压股价，使得 OBV 盘整甚至往下走，以此来迷惑投资者。可以通过分时图，或选择 15 分钟、60 分钟 OBV 线综合判断，避开庄家释放的烟雾。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们在前面讨论时也提到过一些人们用来衡量市场热度的指标。这里我们补充一个技术分析工具——阿姆斯指数,用来辨认市场的牛熊状态。这个指数设计的目的在于确定上涨的股票是否立刻获得了其应得的成交量份额。该指数的分子是上涨股票的数目除以下跌股票的数目,分母是上涨股票的成交量除以下跌股票的成交量。阿姆斯指数测量的是成交量的走向和变动的难易程度。它表明了上升的股票是否得到了应得的交易量份额以及得到的程度。低的阿姆斯指数值表明上升股的交易量大于上升股票数目,说明上升的股票占据了优势;而高的阿姆斯指数值表明下跌的股票占据了优势。如果阿姆斯指数在70%的时间落在0.75和1.15之间,那么可以认为市场处于正常状态。这个指数小于0.5或大于1.75的机会是极少的,投资者应注意,此时市场情绪已处于极端状态。

第三节　从概率分布角度看价格异常行为

成功的交易是一门艺术,在正确的时机运用知识。

——拉里·威廉姆斯

概率论里有一个大数定理,这是正态分布中的一个重要规律。通俗地讲,如果统计对象服从正态分布规律,则绝大多数对象的活动范围都会是在围绕均值的一定范围内。通常我们认为股价的分布符合这个规律。也就是说,如果观察到一只股票的价格超出了一定范围,则这个价格很可能只是偶然出现的异常值,稍后会回到正常范围。如果后面继续出现这类异常价格的话,则可能价格走势已经发生了新的变化。

布林线就是利用了这个规律,当布林线的上、中、下轨线同时向上运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行时，表明股价强势特征非常明显，股价短期内将继续上涨。当布林线的上、中、下轨线同时向下运行时，表明股价的弱势特征非常明显，股价短期内将继续下跌。

3.1 价格波动与观察时间周期成正比

布林线上的两大特征是价格均值（重心）和价格分布的标准差（离散程度）。前者就是布林线的中轨，后者是上下轨之间的距离。布林线本质上给出了股价走势的支撑和压力构成的信赖区间（带）。一般来说，股价会运行在压力线和支撑线所形成的通道中。当布林线的上轨线向下运行，而中轨线和下轨线却还在向上运行时，表明股价在保持上涨，而波动幅度却变窄了（标准差变小了）。类似情况会发现中轨线向下运行，而上、下轨线在靠近的现象。

布林线的上轨线向上运行，而中轨线和下轨线同时向下运行，此时价格重心在下移，而价格波动变大了；类似的情况是，价格重心上移，价格波动变大。另外，当布林线的上、中、下轨线几乎同时处于水平方向横向运行时，说明价格走势较稳定，变化幅度不大。我们可以将所有可能出现的情况做一个组合，见表 4-1。

表 4-1　布林线价格重心和波动幅度组合状态

价格重心/价格波动	不变	变大	变小
水平	市场情绪没有显著变化	正常状态	留意价格可能选择突破的方向
上行	市场情绪正面	开口型喇叭	留意是否见顶
下行	市场情绪负面	可能出现恐慌和加速下跌	收口型喇叭或紧口型喇叭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

早在 1863 年一位法国人儒勒·雷诺(Jules Renault)就发现了股票价格变动的一条规律,即在观察的时间范围内,价格波动的幅度与时间的平方根成正比。这句话的意思等同于"价格波动的标准差与时间成正比"。这是什么意思呢？用布林线来说,就是在一段观察时间内,价格的上下轨之间的距离应该会不断扩大。但是,我们知道的另一个规律是价格总有回归均值(布林线中轨)的趋势,这两者之间的矛盾在于:所观察的时间。回归均值是指在整个时间带上的趋势,而价格波动的标准差与观察时间成正比,只是其中一段时间。将两者综合起来,就是价格波动随着时间推移而扩大,但是会出现价格走势转变阶段(价格重心的方向改变),在此阶段之前,价格波动有一个收敛过程。所以,布林线的优点在于提示投资者留意出现价格波动幅度收紧时,市场可能会出现的价格走势改变。收紧之后,一旦在布林带之外出现了"异常的价格"(K线超出了上下轨范围),则需关注是否出现价格走势逆转。

对于布林线,重点是观察中轨和布林线开口的大小。布林线开口逐渐变小代表股价的涨跌幅度逐渐变小,多空双方力量趋于一致,除非被投资者抛弃(可以从其他指标上看出),这种状况通常是暂时性的,股价将会选择方向突破。

3.2 喇叭口形态

上下轨形成了布林线"喇叭口",而中轨决定了喇叭口的方向。有三种形态的喇叭口值得研究,常出现于股价暴涨暴跌的初期和末期。

开口型喇叭口形态常出现在股票短期内暴涨行情的初期(大喇叭口朝右朝上),暴涨后期的紧口型喇叭口形态(大喇叭口朝右),收口型喇叭口形态常出现在股票暴跌行情的初期(大喇叭口朝左朝上),紧口型喇叭口形态则常出现在股价大幅下跌的末期(大喇叭口朝左朝上)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

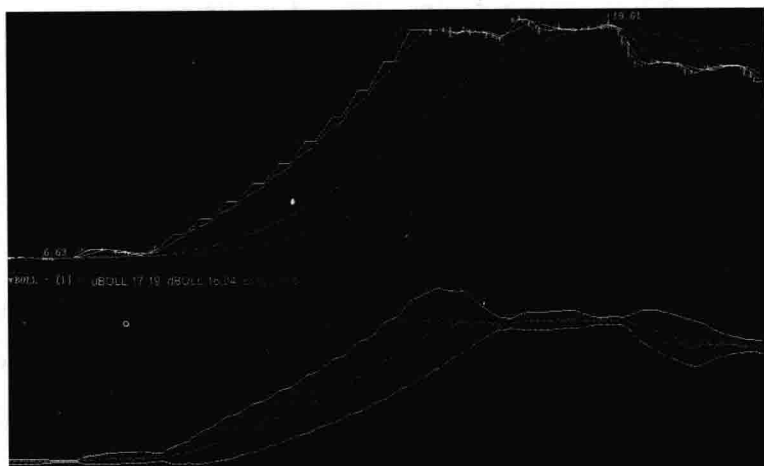


图 4-35　暴涨后期的紧口型喇叭

这是一个典型的股价由底部开始，突然暴涨，在高点出现紧口，然后开口向下的形态。

开口型喇叭口

当股价经过长时间的底部整理后，布林线的上轨线和下轨线逐渐收缩，上下轨线之间的距离越来越小，随着成交量的逐渐放大，股价突然出现向上急速飙升的行情，此时布林线上轨线也同时急速向上扬升，而下轨线却加速向下运动，这样布林线上下轨之间的形状就形成了一个类似于大喇叭的特殊形态，我们把布林线的这种喇叭口称为开口型喇叭口。

开口型喇叭口是一种显示股价短线大幅向上突破的形态。它是形成于股价经过长时间的低位横盘筑底后，面临着向上变盘时所出现的一种走势。布林线的上、下轨线出现方向截然相反而力度却很大的走势，预示着多头力量逐渐强大而空头力量逐步衰竭，股价将处于短期大幅拉升行情之中。

开口型喇叭口形态的形成通常须具备两个条件：其一，是股价要经过长时间的中低位横盘整理，整理时间越长、上下轨之间的距离越小，则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

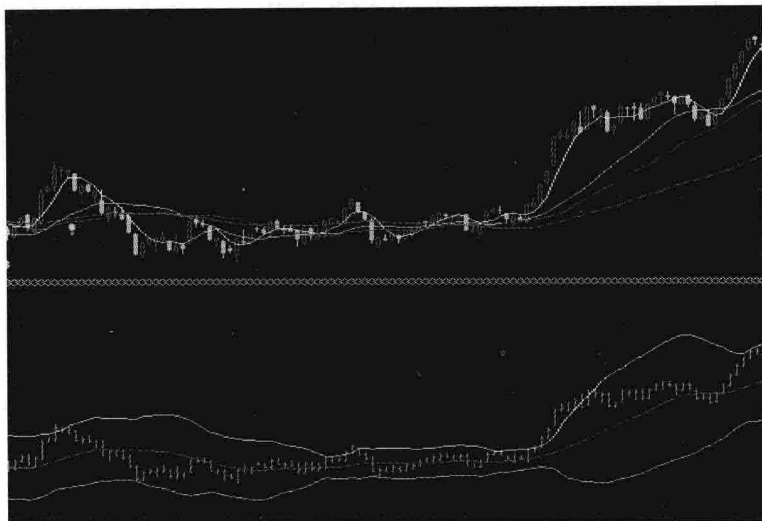


图 4-36　暴涨初期的开口型喇叭

未来涨升的幅度越大;其二,是布林线开始开口时要有明显的大成交量出现。开口喇叭口形态的确立是以 K 线向上突破上轨线、股价带量向上突破中长期均线为准。

收口型喇叭口

当股价经过短时间的大幅拉升后,布林线的上轨线和下轨线逐渐扩张,上下轨线之间的距离越来越大,随着成交量的逐步减少,股价在高位出现了急速下跌的行情,此时布林线的上轨线开始急速掉头向下,而下轨线还在加速上升,这样布林线上下轨之间的形状就变成一个类似于倒的大喇叭的特殊形态,我们把布林线的这种喇叭口称为收口型喇叭口。

收口型喇叭口是一种显示股价短线大幅向下突破的形态。它是形成于股价经过大幅拉升后面临向下变盘时所出现的一种走势。布林线的上下轨线出现方向截然相反而力度很大的走势,预示着空头力量逐渐强大而多头力量开始衰竭,股价将处于短期大幅下跌的行情之中。收口型喇叭口的形成虽然对成交量没有要求,但也必须具备一个条件,即股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价经过前期大幅的短线拉升，拉升的幅度越大、上下轨之间的距离越大，则未来下跌幅度越大。收口型喇叭口形态的确立是以股价的上轨线开始掉头向下、股价向下跌破短期均线为准。

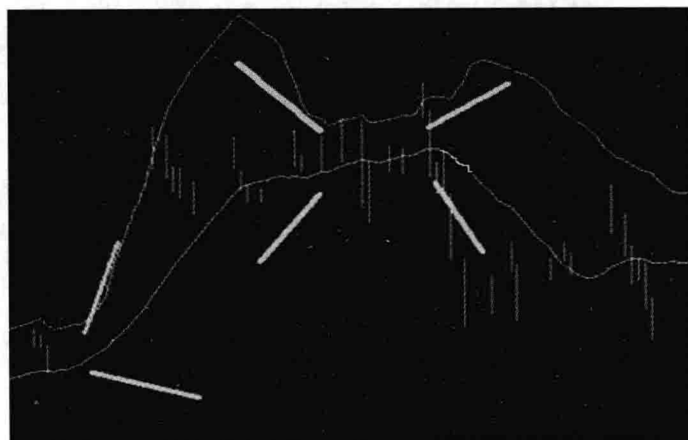


图 4-37 开口、紧口、收口

紧口型喇叭口

当股价经过长时间的下跌后，布林线的上下轨向中轨逐渐靠拢，上下轨之间的距离越来越小，随着成交量的越来越小，股价在低位反复振荡，此时布林线的上轨还在向下运动，而下轨线却在缓慢上升。这样布林线上下轨之间的形状就变成一个类似于倒的小喇叭的特殊形态，我们把布林线的这种喇叭口称为紧口型喇叭口。

紧口型喇叭口是一种显示股价将长期小幅盘整筑底的形态。它是形成于股价经过长期大幅下跌后，面临着长期调整的一种走势。布林线的上下轨线的逐步小幅靠拢，预示着多空双方的力量逐步处于平衡，双方休整并为下一轮博弈积累力量，股价将处于横盘整理的行情中，但激烈的价格波动也有可能随时产生。

紧口型喇叭口形态的形成条件和确认标准比较宽松，只要股价经过较长时间的大幅下跌后，成交极度萎缩，上下轨之间的距离越来越小的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候就可认定紧口型喇叭初步形成。

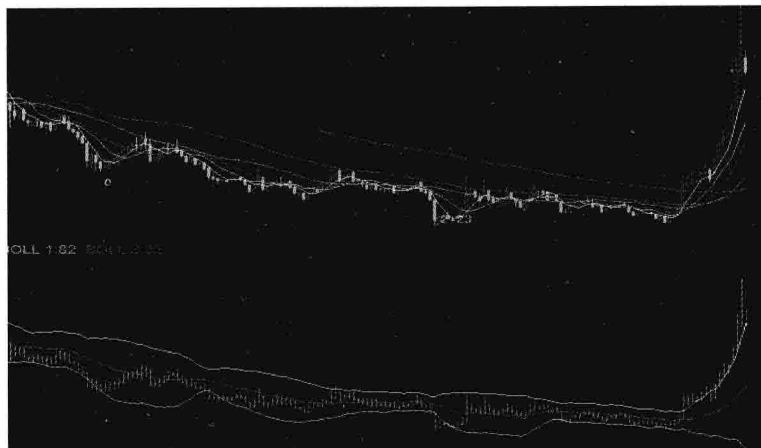


图 4-38　底部紧口型喇叭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

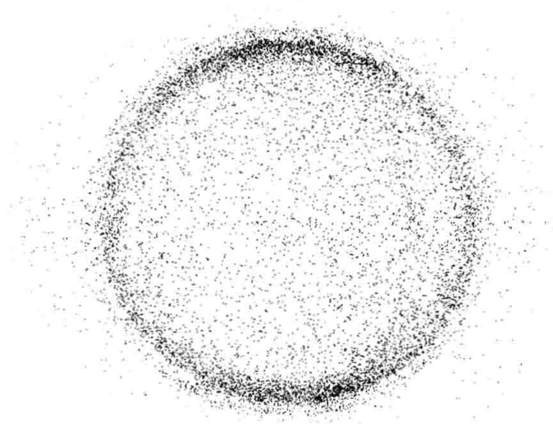
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

你的心飘摇在信息烟雨中

成为群体的一员，会让我失去方向。

——梭罗



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是一个好的时代，这是一个恶的时代。这话适用于任何时代，当然也适用于当下这个信息时代。信息丰富是好事，如果被信息埋葬，可就悲催了。在海量的信息面前，人是脆弱和不堪一击的。对于每个炒股的人，一则信息意味着什么？这个市场又会如何回应呢？

股票价格到底是所有信息的自然反应，还是个体思维和行为的集体表现？有效市场理论支持前一个说法，但是这个看法已经被证券市场的实践击得粉碎。即便群体的行为有可能纠正个体的一些思维和行动变差，仍无法确保市场给予的价格正确、完整地体现当前所有的信息。更可能的情况是：

市场现价 = Σ 全体市场参与者对过去信息的解读
+ Σ 全体市场参与者对未来的预期
+ 情绪（希望、恐慌、贪婪等）扰动值

本章重点讨论第一项，即市场如何对已知信息作出反应。

下面通过一个现实生活中的例子来说明情绪是如何在决策中起主导作用的。一家唱片公司的股价近年来一直维持在 4—6 美元之间，在宣布了互联网销售计划之后，受到投资者热烈追捧，股价一路飙升至 60 美元。

为何一家公司在公布坏消息后股价反而上涨呢？注意下图发生的情形。精明的投资者也许在数周前意识到坏消息可能会发生而提前在这一坏消息公布之前就已经开始抛出股票。从 K 线图上可以看到这一点。在 B 点处传统的分析方法未能给出明确的证据支持股价处于底部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 5-1　唱片公司宣布网络销售消息后股价急升

并且会马上开始攀升。这表明空方在底部洗盘，多方在此逐渐开始建仓。B 点处的多头蜡烛线表明坏消息甚至早在 A 点处就已经反映在股价中，因而坏消息公布后股价反而上涨。



图 5-2　坏消息提前被消化，公布时走势逆转

第一节　事件消息驱动的股价

一盎司的感情等于一吨的事实。

——约翰·朱诺

杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）曾指出：当一条经济新闻发布之后，投资者期望听到的和正式发布的消息之间的差异，会使得市场作出调整。股价波动很少能够反映出深层的经济原因，而事件和消息才是波动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的催化剂。

1.1　公开信息的三个陷阱

消息一直是股市波动的一个主要因素。只是随着时代进步，传播消息的方式已经大不相同了。中国股市开始时，在证券部外面会有人兜售各种油印的小报纸，官方报刊也登载有关上市公司的信息。现在则主要依靠互联网和报刊传递信息。至于传闻，则仍主要依靠口耳相传的方式。

我们从这个图上可以看出，道琼斯工业指数的走势与新闻报道的事件之间有着较强的正相关性。这是美国股市的研究结果，实际上，散户为主的股市，这种相关性可能表现得更明显。

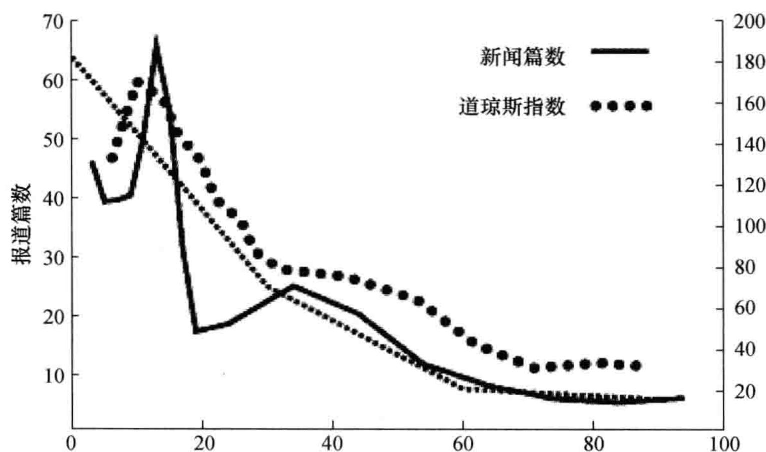


图 5-3　“9·11”后的事件相关报道与道琼斯指数关联性

投资者对于正规渠道获得信息的看法，逐渐在发生变化。至少对于有经验的投资者，已经不再盲目地依赖公布的信息操作股票买卖。对于信息和股价的关系，已经有一些可供参考的研究成果。

有些人认为经济和证券分析类新闻属于“落后指标”，也就是说，有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些信息刊登时，股市早已作出了反应，此时反而出现了与信息应产生的结果相反的市场反应。约瑟夫·格伦威尔指出：大众都知道的信息明显是错误的。"错误"有三种解释，其一是迟滞的、过时的，其二是不充分或者有选择性的，其三则指具有误导性和错误，但却往往能够影响到众多渴望获得新信息的普罗大众投资者。

股市有一句谚语：在流言初起时买入，在传闻兑现时卖出。这就是针对上市公司新闻滞后性采取的操作建议。市场上总有消息灵通人士，在利好消息还只是口耳相传阶段就已经开始行动，而在消息公布时，随着大批后知后觉投资者的涌入，要么套现走人，要么借着媒体鼓噪继续拉高。而越是对消息反应较慢的投资者，越可能会在高位接盘，往往被套牢。所以，一则利好消息，其最有价值部分是在公开之前，[①]一旦公开，虽然还有指导操作的价值，但盈利空间已经很小了，而且稍有不慎，甚至可能套牢或亏损。

消息的片面性和选择性，一方面是客观决定的，比如信息不对称，是普遍存在的现实；另一方面是主观因素，每个人对于接触到的信息，都有自身的偏见和过滤，即便全部接受，也会有局限于个人情况的理解，这就是所谓"有一千名观众，就有一千个哈姆雷特"，每个人对信息的看法不同，由此指导的投资操作也就不同。在市场中，这种投资的离散性，并不一定会引起趋势性的变化。只是当一种偏见成为主流意见时，产生的过滤效果可能会使某种判断无意中成为市场共识，从而强化了价格的某个方向的走势。

消息误导甚至错误的案例更多，有些已经成为经典桥段了。拉斯·特维德（Lars Tvede）曾对美国《商业周刊》的封面故事的预测和结果进

① 散户投资者可能会把过去几天甚至几周的信息当成当下进行投资的依据。但事实上，只有新的信息才会对市场产生影响，且影响程度会随着时间推移逐渐降低。只是信息在刚出现时，往往传播不广而且鱼龙混杂，难以和谣言区分开来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行了对比。1979 年 8 月，该杂志的封面故事标题是“股票之死”，但是 1982 年股市暴涨了 300 点。1984 年 10 月 8 日，该杂志称“超级美元”将重塑世界经济并在未来十年内走强。五个月后，美元开始了一次持续时间最长的最严重的下跌。1987 年 7 月，该杂志非常看好股市，登载的封面故事的标题是“股票还是最好的赌注”，三个月后股灾爆发。

1.2 媒体信息

媒体信息，特别是股票有关的媒体信息，对于股市的影响范围相当大。这主要是因为媒体信息的受众多，而且借助互联网和电信技术可以传播到更远的距离。媒体的通俗性与权威性，使其具有更大的煽动性和诱惑力。相当多的普通散户投资者在接受新闻后，甚至不作查证和思考就进行操作，除了鲁莽行事，还会导致发生乌龙现象。媒体信息容易加剧投资者的情绪化反应，放大了心理偏差。如 1998 年 6 月 24 日，有媒体报道美国电报电话公司决定以 458 亿美元的价格购买电报通信有限公司。消息一出，代码为 TCI 的股票价格上涨了 5%，成交量是平时的 37 倍还多，但 TCI 是洲际房地产投资公司的交易代码，并不是电报通信公司。

媒体信息是散户投资者容易接触而且不需要太多专业知识就可以理解的信息。当然，现在的一般投资者也在不断进步，搜索的信息范围也变得大多了。以前可能只是寻找内容直接涉及某些具体股票的信息，而现在也逐步认识到了宏观、产业、公司甚至气候、军事、国际政治等信息，也会影响到股市表现，因此与投资相关的媒体信息范围也扩大了很多。我们认为这一类投资者在散户投资者中占有最大比例，他们为了避免在信息方面的劣势，随时在不断寻找新信息，并希望尽早采取“有远见”的投资行动。这种情形似乎已经成为一种媒体新闻过敏症（行为偏好），如马航 MH17 被导弹击落的消息发出后，除了马航股票，当天多个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场包括 A 股都出现了航空股集体下跌的情况。在网络媒体大行其道的时代,媒体新闻对股价行情明显出现了推波助澜的作用。

媒体信息对散户投资者的影响要明显超过专业和机构投资者。后者主要依赖专业研究而非媒体分析(后面还要谈到)。[①] A 股散户主导市场,媒体信息对于市场的影响非常显著。例如,2008 年 8 月,互联网上广泛流传一则巴菲特抄底中信银行的传闻,于是游资大举买入 1 100 万股中信银行股票,导致股价在盘中出现大幅振荡,成交量也较前一日陡增 5.5 倍。基金和 QFII 则在当日净卖出 3 800 万股,部分散户被套牢高位。研究发现那些受到媒体特别关注的股票或者公司,不管基本面如何,非常明显地吸引到散户投资者的关注和投资。而基本面良好的公司,如果媒体曝光度不高,也很难引起散户投资者的兴趣。

股市专栏或节目占有财经媒体的大量资源,几乎所有报刊、电视、广播、网站都设有这类信息栏目。而在股市低落时,甚至影响到了媒体的经营收益,可见此类媒体新闻在社会生活中已经占据了不可或缺的位置。媒体为了抓住社会关注度,不仅迎合投资者的兴趣和情感,甚至主动"制造"一些故事或新闻。而迎合投资者心理的利好消息或者分析,即便是熊市也有一定的受众。媒体新闻成了牛市的催化剂和熊市的安慰药。

保罗·泰特洛克(Paul Tetlock)曾调查过市场对《华尔街日报》的每日专栏"与市场同步"的反应。每天早晨该专栏的基调过于乐观的时

---

① 散户投资者获取信息的渠道过于单一,缺乏系统分析的技能,通常是媒体报道什么,就会相信什么,没有足够好的分辨能力。散户从电视、报纸听说某家公司的好消息,会想当然地认为该公司值得投资,而很少进行深入细致的分析。而机构投资者可以通过电话会议、实地调研、参加公司路演等多种渠道获得信息。中国现在有不少财经媒体都有推荐股票的栏目,有学者对美国的这类媒体做过研究。结果表明,散户投资者的投资决策会在很大程度上受到媒体的影响,而机构投资者几乎不会受到影响。这意味着媒体推荐某些股票与否和机构的投资选择没有太大的关系。对于美国散户投资者的研究,发现了两个重要特点:一是散户投资者的信息来源比较集中;二是他们对同样的信息反应趋于同质化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候，道琼斯工业平均指数的增长会比过于悲观的时候超出0.25%以上，如果栏目基调悲观，股票价格在此后几个交易日会转变方向。他还调查了过时新闻对价格的影响，发现个人投资者会对之前已发布过的媒体消息作出反应，当天会出现一个显著的拐点。中文思维倾向于定性和模糊思维，因此，文字和语言所传递信息的影响范围更广。同时，越是生动形象和有鼓动性的话语，越容易引发关注并在市场上产生神奇效果。

1.3　分析师报告和公司公告①

相对于易受媒体信息影响的散户投资者，具有一定技能和较长时间市场历练的散户投资者，以及专业投资者和投资机构，尽管也会受到媒体信息的影响，但它们对分析师报告和公司公告信息更为重视。媒体信息可能会给他们提供一些线索，而投资决策则更依赖专业报告和公司公告这类专业信息。

无论大盘指数还是个股，股市上常见因为某篇分析师报告而导致大涨大跌的案例。发生在2008年的摩根大通"报告门"事件就是一个典型案例。2008年8月19日，国内某媒体收到摩根大通的一则研究报告，分析师称中国政府将出台千亿元经济刺激方案。该媒体8月20日早上发布快讯②，当天上证指数暴涨7.63%。证券交易所数据显示游资和散户为净买入方。21日，美林证券发布了研究报告，驳斥了摩根大通分析师的观点，并认为该报告对投资者有误导。国内券商也出现反对摩根大通的言论，国内舆论蔓延出利好未能兑现的悲观情绪。上证指数当

---

① 如果分析师对某只股票即将上涨有80%的信心，那么他的这个预测在大约40%的时间是正确的（特沃斯基，1995）。所以，分析师大多都会预测上涨，博取这40%的正确率。然后再狡猾地要一点手腕，也许可以说对六七成。这已经是非常出色的股票分析师了。分析师说对的平均水平是40%—50%，60%的情况是分析师说错了。

② 当然，这个案例也可以看作是媒体信息对市场的影响，这是因为该报告的结论经由媒体以快讯形式发出，并非完整的研究报告，而且受影响的群体也多是散户投资者。交易数据显示游资和大散户是20日买入的主力。在20日的反弹中，基金净卖出36亿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日暴跌 3.63%，随后连续 5 日累计调整幅度达到 7.17%。

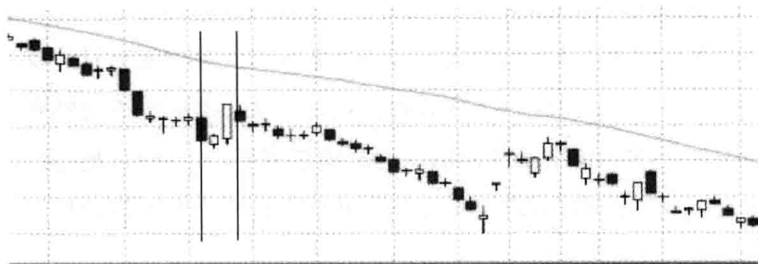


图 5-4 摩根大通"报告门"事件

图 5-4 中第一条竖线是 8 月 18 日，大盘仍延续跌势且幅度不小；19 日即出现小幅上涨，说明市场上已经有人知道了报告内容并采取了买入行动；20 日媒体公布消息，大盘大幅拉升；21 日（第二条竖线处）美林发表反驳报告，从此股市开始重新回到下跌状态，一直跌到 9 月 20 日左右。

8 月 20 日，国内券商没有时间在当日给出回应，其他第三方权威机构或者政府有关部门也没有来得及在当日给出澄清或说明。利好传言带来的乐观情绪充斥市场。第二天，美林给出的逻辑充分的驳斥又引发了市场对利好传言预期落空后的过度悲观情绪。

券商的研究报告已经成为一个盈利性的业务，在这种情况下，散户可以公开查阅而无须支付费用的研究报告，从市场原理上讲，应该是价值极低、没有价值甚至可能是误导性的[①]。最近几年也常看到一些教导散户投资者如何阅读研究报告的文章，大体上可以总结出一些要点：（1）要谨慎对待券商研究报告的结论，对于买入卖出的建议，基本可以不予参考。事实上，分析师的整体平均预测准确度相当不理想（50% 左右，较高水平是 60% 左右）。（2）认真分析券商研究报告的逻辑合理性

① 最后一点虽然有违职业伦理，但也不乏案例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和引用证据的可靠性。券商研究报告一般经过了一定的研究甚至现场调研,因此其资料性仍比媒体信息丰富,而且分析过程往往有一定的启发性,投资者应深入研究报告的内在逻辑,自己作出判断。(3) 对于企业经营预测,基本可以忽略不看。估值方法各有局限性和使用条件,而分析师在估值时的种种投机取巧和盲人摸象的做法,早已为业内所知。估值即便是对于最了解企业信息的人,都很难作出较准确的预测。(4) 券商的研究结论和其实际操作可能不一致。如外资行唱空做多或唱多做空,在引导市场的同时却反向行动,此类事件并不少见。

另外,研究报告毕竟不是大多数散户常去阅读的信息源,许多投资者尽管重视券商研究报告,却选择从媒体渠道了解研究报告的结论。这就与我们刚指出的阅读研究报告第一条注意事项相悖。同时,媒体对研究报告的转述多存在失真问题。专业研究的完整逻辑通常不能在大众媒体中得到精确的体现,因此券商研究思路很可能被曲解。通过媒体获得研究报告的信息,可以说有百害而无一利。

对于上市公司公告来说,国内散户投资者往往没有专门去重视,很多是从媒体信息或者炒股软件上弹出的即时信息框中了解到的。有学者研究了美国散户投资者对上市公告的反应,发现如果上市公司公布了利好消息,交易记录显示投资者往往会在之后一周内大量买入该公司股票,这就是上市公司公告带来的正面展望和良好预期。而机构投资者与散户投资者的行为在一周之后产生了显著区别。前者会在利好消息公布后一周之内大量买入该公司的股票。而在一周之后,买入和卖出的比例基本上回到平衡状态,说明机构投资者对信息的反应程度随时效性降低而减弱。而后者则恰恰相反,他们会在利好消息公布后的一周、两周、一个月甚至五个月中持续买入该公司股票。也就是说,散户投资者的投资决策很大程度上受到旧信息的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.4 传言和小道消息

传言和小道消息往往来自与上市公司有一定联系的机构或个人，但是由于传播链条模糊而且较长，难免出现信息失真的情况。另外，我们也把股评家划在这个类别里。

股评也是媒体信息的一个主要内容，那些通过片言只语或者所谓的内幕消息、传言给出股票价格、升值空间和买卖建议的内容，都应归入此类。有过多年股市经历的人可能有较深体会，往往你按照股评买入时，多半会被套牢在高位。当然，股评家很少指引投资者卖出股票，所以卖在低位的情况较为少见。我们发现，有相当多的股评是在股价上升乏力时才开始推荐购买，股评家较少在底部推荐股票。①

下图是戴尔电脑公司股价的走势。该股票在 A 点处达到谷底，然后开始强劲反弹。在 B 点高位处，一家著名券商开始推荐购买戴尔公司的股票。那么为何不在 A 点处时推荐而却在 B 点处股价高出 25% 时推荐呢？其动机确实令人怀疑。一种合理的解释就是券商与股评家相互勾结。



图 5-5 戴尔电脑股价

在成熟的资本市场上，财经公关公司与券商分析师和股评家之间

① 这是从比例上说的，虽然也有很多股评家会提前提示投资者注意某只股票可能具有较大上升潜力，但相比更多的股评建议而言，这类建议的比例是相当低的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的关系和"业务往来",已经成了不公开的秘密。许多证券分析师不仅私下交流内部信息,而且有用他人账户炒股的行为,其投资建议难免与个人利益产生冲突。

股评家在证券市场起着相当重要的作用,在一定程度上引导着资金流向。如果大众已经采纳了新的想法,不愿改变的情绪就会削弱。大众采纳一个观点给投资者带来的安慰要远胜于这种观点的事实依据。维尔纳·波特和理查德·泰勒的研究表明,新信息出现时投资者会给予极大的重视,同时很可能忽视先前的信息。即人们只会专注于新的主导观点。股市投机者对新消息如饥似渴。有一点是确信无疑的:无论是否与股票的基本价值相关,新消息总会对股价的运行产生影响。种种经验表明,由那些与股票基本价值无关的事件引发的恐慌,都消失得非常快。但是,要注意,这里指的是下跌还未形成趋势之时。

资本市场事件引发,消息驱动,研究报告配合,导致股票被炒作的案例很多,在本节最后,请大家阅读一个比较典型的重组炒作案例。


阅读资料

用消息刺激市场趁机出货的案例——金德发展

金德发展是笔者投资过的一只股票。坦白说,当时买入时依据的只是研究报告和媒体信息。特别是金德重组,未来有望在玉米油业务上大有作为的分析,是吸引笔者的一个主要原因。

从图 5-6 看到,高位盘整近两个月的金德发展又现涨停。而就在其涨停之际,一方面有机构席位大肆抛售,另一方面却又现券商继续给出"买入"的投资评级。

深交所公开交易信息显示,金德发展虽然封于涨停位置,但有四家机构专用席位出现在卖出前五名单中,合计卖出约 9487.69 万元。其中,卖出最多的一家机构席位共卖出 4983.50 万元,即使按照当日涨停价 36.23 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

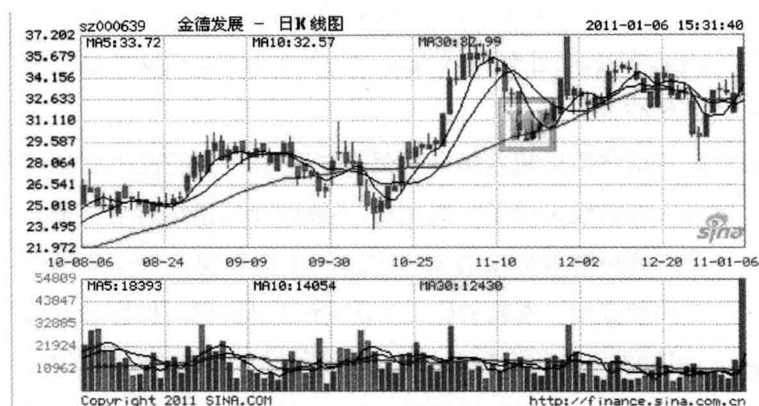


图 5-6 金德发展高位盘整后涨停

计算，合计卖出股份也高达 137.55 万股。如果以 2010 年第三季度前十大流通股股东所持股份对比，该席位卖出的股份已超过当时的第七大股东所持股份总数。一位券商策略研究员认为，机构席位如此大规模卖出，应该与金德发展此轮重组所处的阶段有关，因为对于重组概念股来讲，资金主要关注的就是重组的过程，如果重组接近尾声，资金会选择提前退出，以规避利好出尽可能出现的风险。

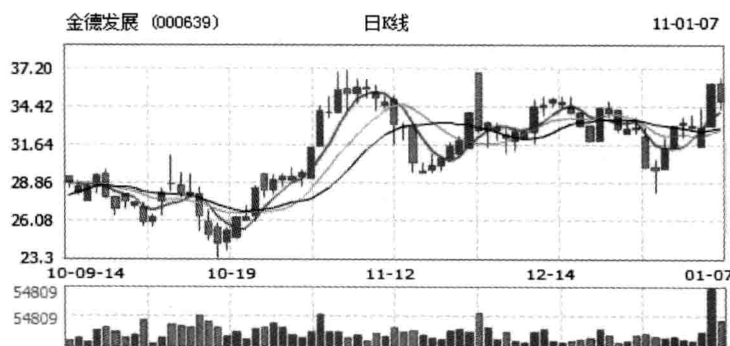


图 5-7 重组尾声阶段的出货

金德发展重大资产重组方案在 2010 年 12 月 24 日就已经获得中国证监会核准，其控股股东也获得中国证监会豁免要约收购义务批复。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金德发展曾是一只著名的庄股，从其月线图上不难发现端倪。在2003年至2006年上半年期间，尽管大盘持续低迷，但金德发展股价始终在高位呈一字型横盘不动。之后是一年多的洗盘和吸筹，从2008年底以来，伴随公司重组的一波三折，其股价一路向上，累计涨幅已经超过5倍。

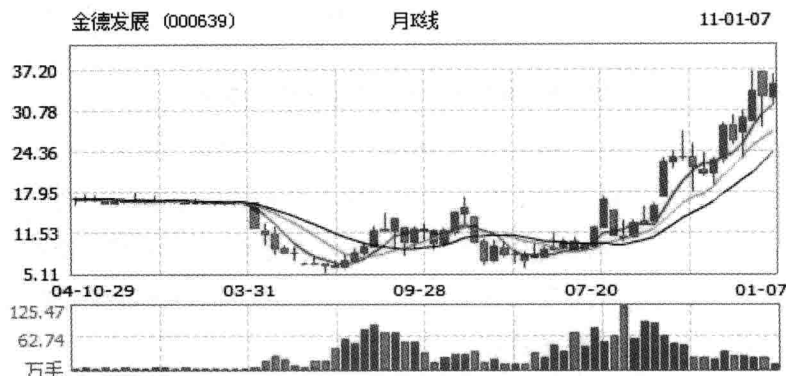


图5-8　金德发展洗盘、吸筹和重组炒作过程

从金德发展历史上的十大流通股股东情况看，在2010年初，基金为主的机构投资者忽然大举介入。如果当时买入并持有，其股价也有翻倍涨幅。上述券商策略研究员认为，如此大的涨幅，已经将金德发展重组后的业绩预期反映出来了，因此也足以令机构投资者逐步退出。但就在机构高位抛售的同时，金元证券的一份研报却依旧对金德发展大加赞誉，认为其合理的价格区间可达43元至52元之间。金元证券从基本面分析出发认为，金德发展认购的西王食品是国内最大的玉米胚芽油生产企业，拥有国内一流的玉米油生产线。随着人们保健观念的提升和生活水平的提高，未来中国玉米油空间广阔。此外，玉米油对国外市场依存度低，成长空间要好于大豆油。综合分析后金元证券预估，金德发展在2010—2012年每股收益分别可达1.00元、1.73元和2.28元。相对于同类上市公司，给予2011年25—30倍PE，合理的价格区间为43.3—51.9元，目标价50元。

然而，金德发展这几年的业绩堪称“惨不忍睹”。2007年仅赚329万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



	报告数	强烈看涨	看涨	看平	看跌	强烈看跌
2011年01月	1	1	0	0	0	0
2010年12月	1	1	0	0	0	0
2010年11月	0	0	0	0	0	0

图 5-9 重组出货阶段分析师继续“看好”

元；2008 年微盈 67 万元；2009 年开始亏损，当年亏损额 356.83 万元；2010 年一季度继续亏损 62.4 万元，上半年合计亏损 57.33 万元。公司坦承，由于下属全资子公司金德酒店和下属控股子公司金德阀门的经营状况都不乐观，尤其是金德阀门，受到上游房地产业宏观调控影响，产品销量大幅下滑，净利润同比下降了 126.55%。

不过，这些市场早有预料。金德发展的吸引力本身就不在其基本面，而在重组预期。早在 2008 年 4 月金德发展大股东——深圳赛洛入主上市公司以来，便不断地在为重组而努力。但屡次重组均告失败。2010 年初，公司公告深圳赛洛终于决定撤离上市公司，永华投资拟入主成为新的大股东。永华投资乃是国内农产品加工企业——西王集团的全资子公司。其入主之后明确表示，将把旗下西王食品 100% 股权注入上市公司，使其成为国内规模最大的玉米油生产企业。据初步预计，2010 年西王食品净利润将达 8134 万元。国泰君安认为，玉米油市场近年来增长较快，而西王食品的产能占国内产量比例超过 30%，是该行业龙头。考虑到未来公司的盈利能力可能随着品牌推广和规模效应而逐年提升，他们预测西王食品 2010 年到 2012 年的每股收益分别为 0.65 元、0.89 元和 1.16 元，成功重组后的金德发展目标股价 25 元。

有意思的是，自从公司实际控制人在 2009 年底出事之后，该股便成了基金的“宠儿”。截至 2009 年三季度末，公司前十大流通股股东中尚无基金身影。到 2009 年 12 月 31 日，平安旗下的一只私募基金首次出现在该股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中。2010年一季度，长盛同德、社保基金一零一组合、广发策略、博时新兴成长四只基金齐齐进入；平安财险和平安寿险也对该股进行了建仓；华润深国投旗下的信托产品也成为其前十大流通股股东。截至一季度末，公司股东户数从2009年底的8203户急剧下降至5231户，减幅36.23%。大量机构的涌入使得该股股价大幅上涨。2010年前三个月其股价就上涨了48.38%，期间成交均价21.12元。到了2010年二季度，该股股价继续冲高，最高达到27.7元。买入该股的基金均大有斩获。从中报可以看到，一向操作谨慎的社保基金一零一组合便已经逢高离场，退出了前十大流通股股东之列。尽管不能得知其确切的退出时点，但是即便按照二季度成交均价23.84元计算，收益率也有12.88%；而如果按照其间最高价27.7元计算，则盈利幅度高达31.16%。按其205.2万股的持股量计算，其建仓总成本约在4300万元左右。社保基金的撤离并不代表基金对该股的放弃。在社保基金离场的同时，南方绩优成长买入354.35万股成为第一大流通股股东；南方积极配置买入151.29万股成为第六大流通股股东。按照二季度成交均价23.84元计算，其建仓总成本约1.21亿元。

从这个案例不难看到机构、分析师、上市公司、散户的操作轨迹，以及信息和事件对股价的影响，至于个中三昧，请各自参详。

第二节　“黑天鹅”事件

贪婪和恐惧，这两种力量推动着市场。

——华尔街格言

在人们未见到黑色的天鹅之前，大家普遍认为天鹅都是白的，这是一个确定的判断。然而，后来发现了黑天鹅，尽管数量相对较少，但天鹅的颜色成了一件不确定的事情。所以，我们用“黑天鹅”指代突发性的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小概率事件。

资本市场的“黑天鹅”通常伴随着突发的信息，导致市场价格产生巨大波动，暂时甚至会较长时间改变价格走势。[①] 中国古话“横里杀出个程咬金”，打破了所有人原先的预期和投资计划，造成措手不及的效果。但是，“黑天鹅”事件也给市场带来了活力，依靠价差获利的投机者，如果操作得当，获利要远超过市场正常状况。华尔街的对冲基金明星、以《黑天鹅》一书闻名的纳西姆·尼古拉斯·塔勒布[②]说，在过去 50 年的美国股市，去掉单日涨幅最大的 10 天，收益就会相差一半。“黑天鹅”对资本市场的巨大影响由此可见一斑。

2.1 西方的“黑天鹅”

“黑天鹅”事件的存在，给了经验主义者沉重一击。就像一只被喂了 1000 天而越长越肥的火鸡，它会经验地认为 1001 天主人还会一如既往送来美食，完全没有意识到自己距离风险越来越近，因为第 1001 天是感恩节。然而，人的心理惯性是符合经验主义的，往往倾向于将连续出现三次或以上的事情当作是规律和惯例，认为这种情况会延续下去。这就是为何在变故来临时，大多数人没有做好应变的任何准备的一个主要原因。

经验主义的极致就是自以为是，以为自己掌握了市场的运行规律。现在可以肯定地说，市场是永远走在人们的想象力前面的，本质上看，市场即便不是不可认知的，也是不可预测的。我们对于市场的了解，永远处于过去时态。也就是说，未来的市场是不可知的，包括明天。杰西·

---

① 有人指出非经济性的突发事件对于股价的影响只是短期的，这一点在欧美成熟股市中有较多案例，但在 A 股，“黑天鹅”的影响时间有长有短，而且时间长短本身也没有一个客观的定义。

② 纳西姆·尼古拉斯·塔勒布（Nassim Nicholas Taleb），专注于研究运气、不确定性、概率和知识，本职工作是证券交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利弗莫尔说:“市场永远不会错,观点会错”。这是一条人们应该遵循的戒律。

密歇根大学金融学教授 H. Nejat Seyhun 对 1926—1993 年美国市场所有指数进行研究后发现,1.2% 的交易日贡献了 95% 的市场收益。之后 Seyhun 更新了他的研究,其样本数据扩充为 1926—2004 年,得到的结果是:不到 1% 的交易日贡献了 96% 的市场回报。这是一个长达近八十年的数据分析,其中跨越了美国经济大萧条、多次股灾、2000 年网络股泡沫等多个经济周期,其结论具有普遍代表性。一年以 200 个工作日计算,等于说,一年中最多有两天时间,为投资者贡献了几乎全部回报。从市场回报的概率分布上看,这是一个非常畸形的分布,和我们对市场的认识大相径庭。市场投机者在 99% 的时间里,只能赚到市场平均收益,而在那 1% 时间里,如果操作不当,可能还会损失惨重。而“真正的幸运儿”是不必平日操劳,只需抓住那 1% 时间大捞一票的人。

查尔斯 · D. 埃利斯(Charles D. Ellis)用数据说明漫长的股市中短短几天有多么关键。1980—2000 年间,标普 500 指数复合收益率年均为 18% 。如果扣除涨幅最大的 10 天(仅占整个评估期间交易日总数的 1/400),年均复合收益率从 18% 降到 15% ,降幅超过 1/6。如果扣除涨幅最大的 20 天(仅占整个评估期间交易日总数的 1/200),年均复合收益率从 18% 降到 12% ,降幅高达 1/3。如果扣除涨幅最大的 30 天(仅占整个评估期间交易日总数的 1/400),年均复合收益率从 18% 降到 11% ,降幅超过 1/4。

投资者都非常希望自己不会错过市场最好的那几天,并且又能够足够幸运地躲过市场最糟糕的那几天,可是无论是 5 天、10 天还是 25 天,在整个交易时间段里都只是百里挑一甚至是千里挑一,但这几天并不连续,全能抓住的概率连百万分之一也不到,比中彩票还要难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.2 中国的"黑天鹅"

根据中国学者的研究,中国股市极少数具有超常收益的交易日对股票市场的长期收益具有巨大的影响。研究者选取上证综指日收益率序列为 1992 年 5 月 21 日至 2010 年 1 月 29 日之间的 4329 个交易日,深证成指日收益率序列为 1991 年 8 月 17 日至 2010 年 1 月 29 日之间的 4527 个交易日。分析表明:收益最好的 25 天的 A 股平均收益率,都至少超过了所有样本时段平均日收益率 100 倍,收益最差的 25 天平均收益的绝对值也都在所有样本平均日收益率的 60 倍以上。正常情况下,完全的被动投资上证综指和深证成指可以获得 9.11% 和 16.88% 的平均年收益,而如果没有抓住收益率最高的 25 个交易日,那么任何指数的平均年收益率都为负,也就是说,在整个投资期间每年都会亏损;同时,如果能躲过收益率最差的 25 个交易日,所有指数投资的年收益率都将至少翻番,甚至达到原收益率 3 倍以上。看来股市上的投资者只有自求福报了,如果被动地跟踪指数投资,收益还是相当不错。[①] 而主动投资,只要没踩在收益率最高的 25 个交易日或者没躲过收益率最差的 25 个交易日,结果就只能是亏损。

25 个交易日不算长,一般来说,一个较出人意料的"黑天鹅"事件,可能的影响时间就超过了一个月,甚至长达一年。我们回顾几个 A 股中影响较大的一些"黑天鹅"事件。

(1)"7·23"高铁动车重大伤亡事故

2011 年 7 月 23 日(星期六)20 点 30 分左右,甬温线永嘉站至温州南站间,北京南至福州 D301 次列车与杭州至福州南 D3115 次列车发生追尾事故。事故当晚,现场照片和即时新闻开始在网络广泛传播,紧接

① 这和股市周期有关,如果是在股市长期熊市期间采取指数投资,表现同于大市,绝对收益为负。但从长期看,大市总是上行的,综合收益仍比其他一些投资要好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着数天的事故营救和恢复通车之前，对高铁运营方、铁路系统和官方的各种批评、质疑、谴责在网上掀起了滔天巨浪，这一事件深深刺痛了国人。

7 月 25 日，在铁路建设等板块的领跌下，沪市暴跌 82.04 点，一根长阴线一举杀破 2700 点整数关口，跌幅 2.96%。受动车追尾事件影响，铁路基建股当日低开低走，板块全盘下跌，平均跌幅为 5.53%，其中鼎汉技术、时代新材、天业通联等 6 只个股跌停；北车、南车、特锐德等跌幅超过 8%；中铁二局、中国中铁、中国铁建等跌幅均在 5% 以上。

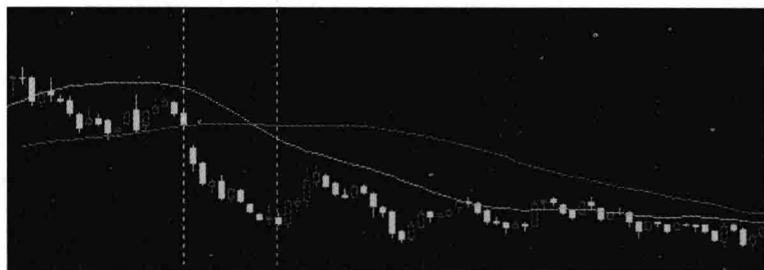


图 5-10　暴跌阶段

中国南车在 25 日一举跌穿 60 周线，连续跌了近半年时间才开始触底。

在指数大跌中，两市成交放量到 2785 亿元，放量近四成，不少资金在下跌中选择恐慌出局。其中铁路基建板块急剧放量，该板块累计成交 79.67 亿元，放量近两倍。

图 5-11 是运输物流指数（周线），第一条竖线是 2011 年 7 月 22 日，第二条竖线是 2013 年 6 月 28 日，在近两年时间里，这个板块一直震荡下跌，市值跌去了近 50%。

动车事件给铁路建设板块带来的负面影响长达近三周，在这段时间里跌幅逐渐收窄，分别跌去 8.31%、2.83%、1.97%，其中龙头股如中国南车、北车、中铁二局、中国中铁、中国铁建等下跌二成左右。动车事故

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

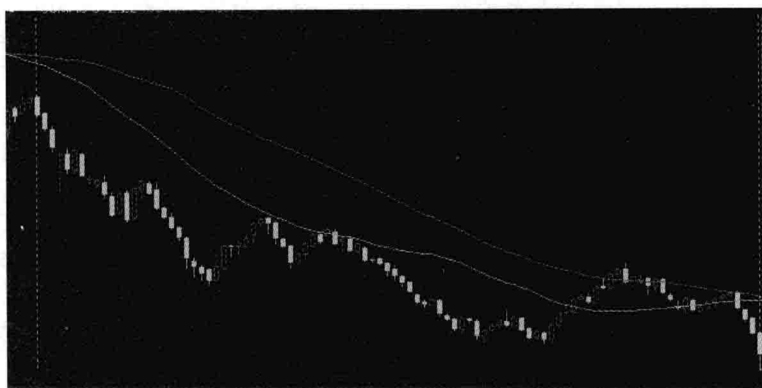


图 5-11 动车事故前后的运输物流板块表现

处理后，国务院叫停了审批新的铁路建设项目，决定适当降低新建高速铁路运营初期的速度。中国高铁建设暂时退出“大跃进”时代，这一停就是三年时间。这次悲惨的事件里，也并非没有受益者，由于高铁动车和航空替代性强，动车事故发生后，航空公司业务回升，相关个股时有表现。高铁降速的消息宣布后，再度刺激了航空股走好，东方航空涨停。

（2）瘦肉精“黑天鹅”

2011 年 3 月 15 日，众多基金云集的“白马股”——双汇发展，在“下属公司涉嫌使用掺加含瘦肉精成分原材料而被省商务厅责令停业”的消息影响下，以跌停报收。同样以猪肉食品加工为主营的新希望和得利斯分别下跌了 2.77% 和 1.9%，均大于同日沪综指 1.41% 的跌幅。双汇发展后来停牌，逾一个月后复牌，仍封住跌停。

我们截的这一段走势图形非常具有戏剧性，2010 年 11 月 29 日双汇公告要约收购罗特克斯，股价开始连续 6 个涨停板。2011 年 3 月 15 日（图中箭头处），突然被央视曝光双汇“健美猪”使用瘦肉精事件，股价当日大幅下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

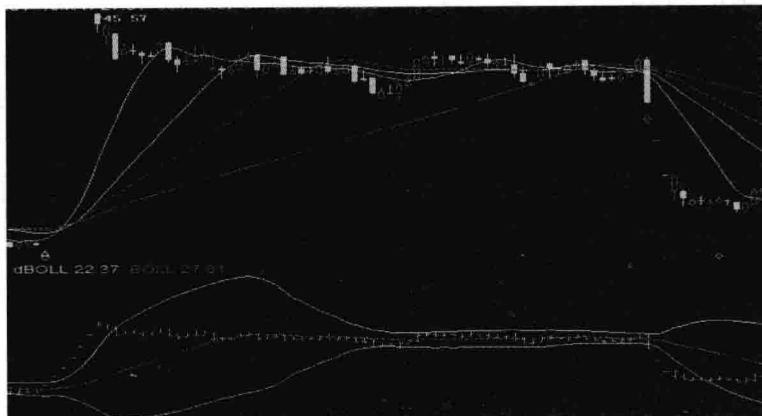


图 5-12　双汇发展瘦肉精事件前后的股价

(3) 伊利股份的“三重门”

2008 年 8 月爆出三鹿奶粉三聚氰胺事件后，在投资者恐慌心理的袭击下，伊利股份在短短 12 个交易日内从 14.28 元下跌到 7.2 元，其间包含 4 个跌停板，累计跌幅高达 49.58%。



图 5-13　伊利在三聚氰胺事件前后周线图

图 5-13 中，第一条竖线是 8 月第一周，第二条竖线是 10 月最后一周。可以看到之前该股已经形成了长期跌势，而三聚氰胺事件恶化了走势。在三个月时间里，市值减少了 72.31%。这一“黑天鹅”事件导致的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中期损失是巨大的。

2012年6月12日，国家食品安全风险监测发现，伊利股份生产的个别乳粉产品汞含量有异常。图5-14中圆的左边缘上的那个上涨柱体是6月11日，当日公告伊利股份将于7月2日调入上证50指数股，所以6月13—14日该股明显上涨，6月15日跌停。在此之前布林带收紧预示可能出现变局，但价格走势还是平稳的，15日的跌停引发了股价走势进入下跌阶段。

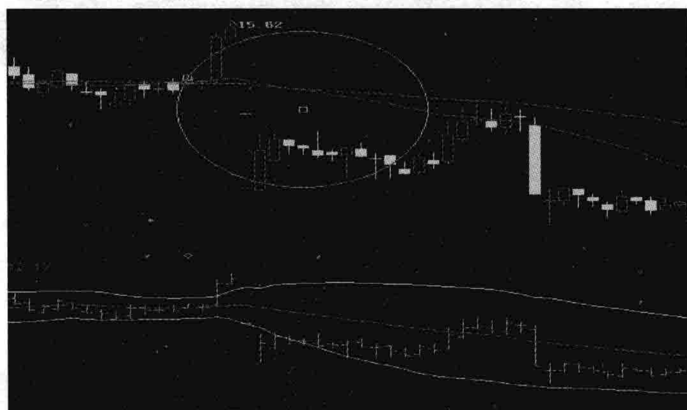


图 5-14　伊利在三聚氰胺事件前后的日线图

2014年端午节假期，光大证券发布最新研报，指出伊利股份未来5年将遭遇低温奶、常温酸奶和进口奶的全面冲击，并给出卖出评级。节后首日(6月3日)，伊利股份便应声大跌7.75%，股价创10个月新低，当天市值蒸发逾54亿元。基金一日亏损15亿元。

图5-15箭头处为6月3日当日的下跌柱体，而在此之前，伊利股份已经进入下跌通道，该报告只是在火上又浇了一桶油。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

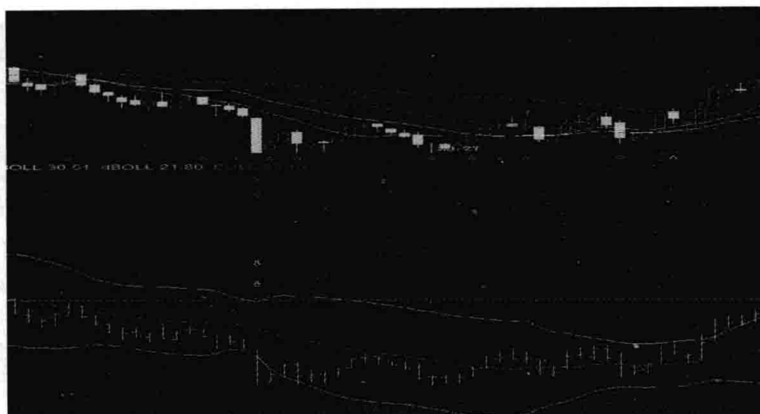


图 5-15　伊利股份的下跌通道

（4）白酒业塑化剂风波

从酿酒造酒指数上看，从 2012 年 7 月开始，整个行业开始进入下跌走势。2012 年 11 月酒鬼酒塑化剂风波，加速了白酒上市公司的调整，之后是反腐影响，酿酒板块直到 2014 年年初才开始见底回暖。

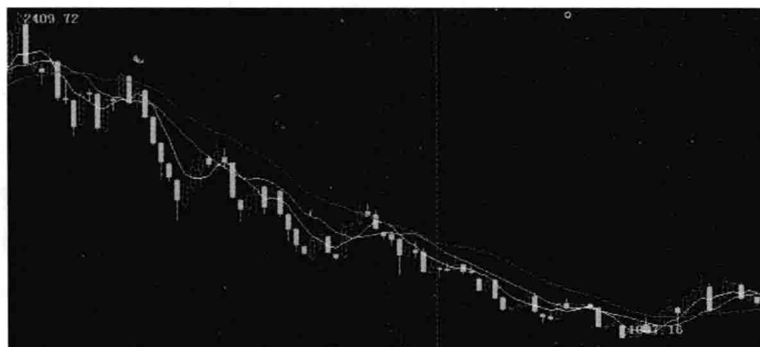


图 5-16　酿酒板块整体走势

我们看一下塑化剂风波对于几家龙头白酒上市公司的影响，见下图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

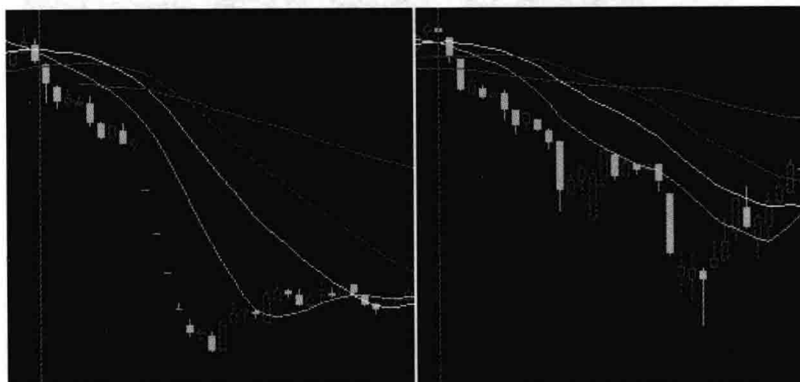


图 5-17 酒鬼酒(左)和贵州茅台(右)在塑化剂事件后的日线图

左图竖线当天酒鬼酒公司公告限售股将流通,之后几天股价掉头开始下跌,塑化剂在媒体曝光后,开始连续4个跌停板。之后稍作调整后,踏上了漫漫熊途。右图是贵州茅台同期的日线图,股价开始下跌的时点和酒鬼酒几乎一致,也受到了塑化剂风波冲击(跌幅最大的一天为锁在跌停板上),但毕竟不是事件主角,单纯从事件上的损失不算太大,但之后仍和其他白酒上市公司一样进入了熊市周期。

按照塔列布的定义,"黑天鹅"事件具有以下三个特点:首先,它具有意外性,即它在通常的预期之外,也就是在过去没有任何能够确定它发生的可能性的证据。其次,它会产生极端效果。最后,虽然它具有意外性,但人的本性促使我们在事后为它的发生编造理由,并且或多或少地认为它是可解释和可预测的。概括起来就是:稀有性、冲击性和事后(而不是事前)预测性。

A股的"黑天鹅"事件,特别是关乎上市公司本身的揭露出的事件,其实具有相当程度的普遍性,比如治理问题、账目问题、披露问题等,只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是这些问题在爆发之前往往被隐藏了起来①，难以被外界所知。因此，稀有性和不能被事前预测的说法比较牵强。分析人士如果提高警惕，对这类事件可以提高防范能力。

2013—2014 年上半年的主要“黑天鹅”事件有：

(1) **万福生科财务造假**

2013 年 3 月 2 日，万福生科发布自查公告，承认 2008 年至 2011 年累计虚增收入 7.4 亿元左右，虚增营业利润 1.8 亿元左右，虚增净利润 1.6 亿元左右。万福生科股价自 3 月 2 日承认造假至 4 月 22 日停牌期间的 34 个交易日中，其股价累计跌幅达 29.64%。

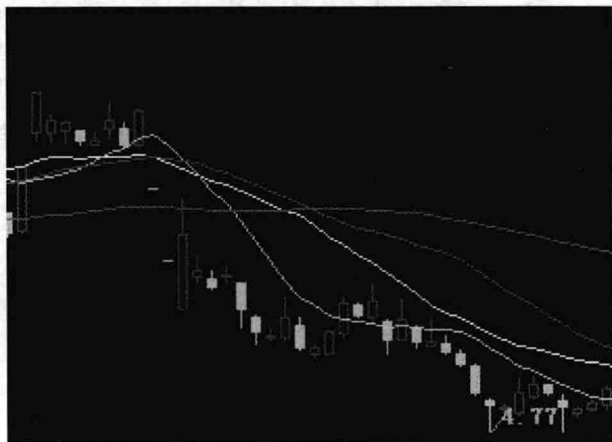


图 5-18　万福生科造假事件后的日线图

(2) **上海家化“内斗门”**

2013 年 5 月 11 日，上海家化集团召开临时董事会议，宣布免去葛

① 财经媒体的有偿静默和有选择性地揭露黑幕，也可以从这些事件中看到端倪。上市公司因为自己行为失当，随时都有可能被媒体揭露，而暂时未被揭露的问题企业，就变成了潜伏中的“黑天鹅”。除了类似动车伤亡事故那类天灾人祸，其他很多被突然揭露的问题，此前并非是所有人都对其实际情况无知，甚至可以从股价走势上看出一点线索，因此不符合严格的“黑天鹅”事件定义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

文耀上海家化集团董事长和总经理职务，由于内斗风波，上海家化股价遭遇重创，5 月 13 日大跌 5.3%，次日股价更是跌停，两个交易日内跌幅达 14.77%。9 月 17 日，葛文耀辞去上海家化上市公司董事长一职。11 月 20 日，上海家化因信披违规收到上海证监局的《行政监管措施决定书》。同日，公司还收到中国证监会的《调查通知书》，被证监会立案稽查。上海家化 12 月 17 日公告，承认曾在 2008 年 4 月至 2013 年 7 月以代持的方式持有沪江日化股份，并发生了关联交易金额累计约 24 亿元。

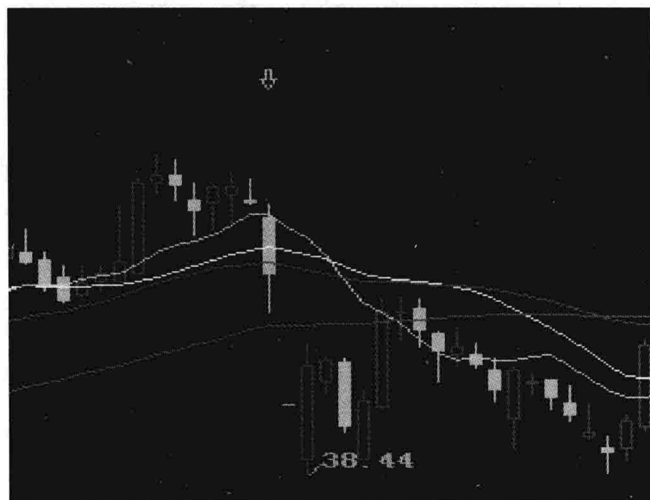


图 5-19　上海家化“内斗门”事件后的日线图

箭头处为宣布免职决定后的第一个交易日，整个事件的影响时间不到一个月。

(3) 光大证券“乌龙指”

2013 年 8 月 16 日 11:02，沪指突然大幅飙升，2 分钟内指数从 2074 点涨到 2198 点，涨幅超过 5%。四大行及“两桶油”在一分钟内触及涨停；与此同时，股指期货也在 2 分钟内上涨 70 点。当日光大证券公告称，策略投资部门自营业务在使用其独立的套利系统时出现问题。监管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部门调查结果显示，光大证券使用策略交易系统以234亿元的巨量资金申购180ETF成分股，实际成交72.7亿元。同时，光大证券将18.5亿元股票转化为交易型指数基金(ETF)卖出，并卖空7130手股指期货合约。证监会认定光大证券“乌龙指”事件属内幕交易。

(4) 昌九生化稀土梦碎

2013年1月开始，坊间开始流传昌九生化即将注入赣州稀土的消息，重组预期升温。作为两融标的，不少投资者通过融资买入昌九生化，以期股价猛涨。在众多投资者的追捧下，该公司股价从每股14元开始上涨，最高曾经达到每股40.6元。但11月4日，威华股份公告赣州稀土借壳上市，众多投资昌九生化的中小散户预期落空，昌九生化股价开盘直接跌停；截至停牌核查，股价已经连续7个“一”字跌停。同时，威华股份股价连续6涨停。不少融资买入昌九生化的投资者遭强制平仓，损失惨重。图5-20竖线处为公告当周的交易情况，而之前该股已经进入下调阶段。

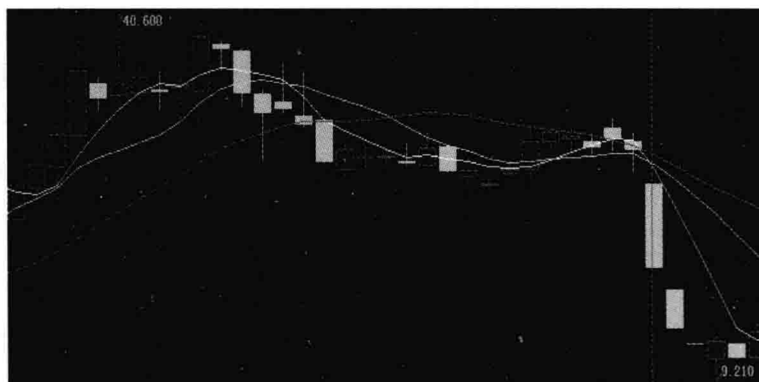


图5-20 昌九生化事件前后的周线图

(5) 中石化油管爆炸

2013年11月22日凌晨，中国石化位于青岛经济技术开发区的原油

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管道发生破裂，导致原油泄漏，部分原油漏入市政排水暗渠，流入海岔。事故发生后，公司关闭输油管道并开始抢险处置。当日上午10点30分左右，市政排水暗渠发生爆燃，导致周边行人、抢险人员伤亡。此次事故共造成62人遇难。受此影响，11月25日中国石化股价下跌3.96%，此后又出现震荡下跌。图5-21中箭头为事件发生当日股价柱体，整个事件的影响时间不足两个月，中石化股价又回到了此前价位。

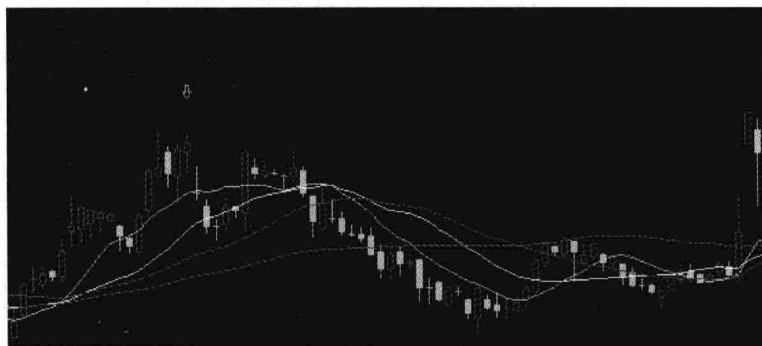


图5-21　中石化在油管爆炸事件前后的日线图

（6）天坛生物乙肝疫苗事件

2013年12月，连续几例接种康泰公司乙肝疫苗的婴儿被曝出现死亡。随后全国27个省区全面叫停康泰生物乙肝疫苗。此前国内乙肝疫苗市场主要由康泰生物、大连汉信、天坛生物三家瓜分，其中康泰生物市场占有率约为26%。康泰生物产品被叫停后，市场预计天坛生物和大连汉信等企业将瓜分康泰生物市场份额。受此影响，天坛生物股价12月23日高开高走，强势涨停。但随后，大连汉信和天坛生物也卷入乙肝疫苗事件。消息一出，天坛生物股价即告跌停。

图5-22竖线处为12月23日交易柱体。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

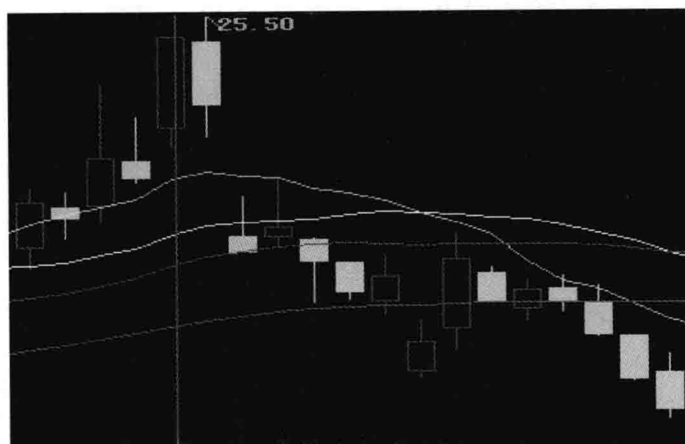


图 5-22　天坛生物在乙肝疫苗时间后的日线图

（7）观影差评引发看空

华谊兄弟 2013 年股价走势强劲，不过年底公司力推的贺岁片《私人订制》引发机构观影差评，让公司遭遇看空危机。华谊兄弟于 12 月 17 日举办首映礼，并组织部分机构投资者、证券分析师提前观看影片。不料，机构对《私人订制》评价不高、不看好票房，导致公司股价在 12 月 18 日跌停，当日总市值便蒸发了 41 亿元。此后，公司股价在 19 日、23 日

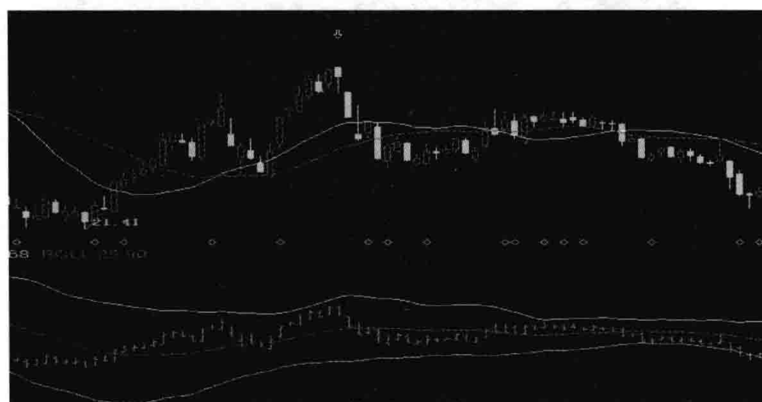


图 5-23　华谊兄弟日线图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

又分别下跌了5.78%和9.92%。截至12月30日收盘，华谊兄弟股价在短短10个交易日内市值已经蒸发75亿元。

(8) 上交所乌龙除权

2014年6月12日，当日分红除权的海润光伏遭遇上交所系统价乌龙除权。除权后开盘参考价本应为7.95元，上交所给出的却为7.16元，导致海润光伏市值蒸发8.52亿元。当日股价一度跌至7.05元，在被临时停牌前共成交4309万元。随后上交所和海润光伏公告称将共同担责，对当天上午卖出股票且实际成交的投资者实行差额赔偿。不过，二级市场投资者对此并不买账，周一复牌的海润光伏全天跌4.4%，随后三天股价也一路下跌。

(9) 大智慧遭用户维权

2014年6月10日，大智慧上海总部遭数十名大智慧用户堵门维权。他们表示，在大智慧旗下的民泰贵金属经营有限公司炒白银时，有销售人员不断售卖违规理财产品，并在大智慧分析师的指令下操作，从而分别导致几万至数十万元不等的亏损。对此，用户怀疑遭遇交易陷阱，并向大智慧维权。民泰贵金属2013年8月刚被大智慧收购，2013年

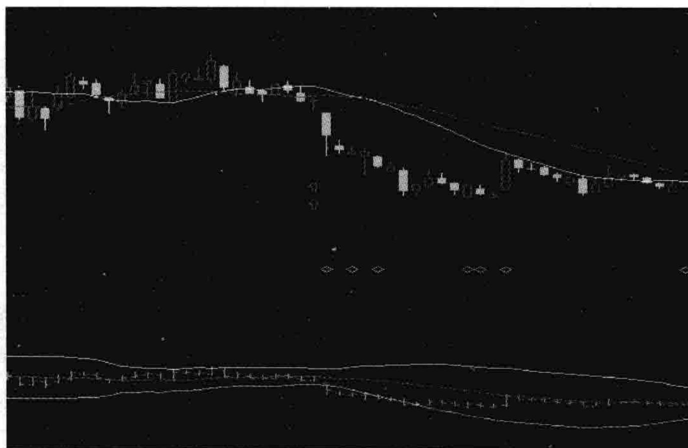


图5-24 大智慧日线图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其贵金属业务收入达 2.13 亿元。尽管大智慧此前表示将妥善与消费者协商处理纠纷，但二级市场股价仍一路走低，从 6 月 11 日开始 7 个交易日累计下跌 13.96%。

2.3 扇动的蝴蝶翅膀和黑天鹅

加利福尼亚州一只蝴蝶扇动翅膀，真的可能引发一场席卷太平洋两岸的飓风吗？以前这种想法只出现在研究混沌现象的学者中，但现在似乎越来越有可能被证实了。特别是互联网和全球化环境下的资本市场更是有过之而无不及。近年来，国际资本市场表现得越来越无序，无论是地缘政治消息还是经济消息，甚至天灾人祸，都更容易引发全球连锁反应。从某地扇动翅膀的蝴蝶到另一地发起的黑天鹅，再蔓延到大经济体甚至全球性恐慌的案例比比皆是。我们仅举两例。

(1) 日本大地震

2013 年 3 月 11 日，日本当地时间下午 2 时 46 分，东北部海域发生里氏 9 级地震，并且引发海啸，造成重大人员伤亡和财产损失。地震造成日本福岛第一核电站多个机组都发生核泄漏事故，导致空气和食物受辐射污染。随着日本突如其来的地震，市场对日本地震与海啸所带来的影响感到担忧，全球主要股市几乎都未能逃脱下跌的命运。3 月 14 日（周一），日经 225 指数暴跌 6.18%。15 日，再度大跌 10.55%，创下 2008 年 10 月以来的最大百分比跌幅。其他主要市场的股指也有较大的跌幅，欧洲市场三大主要股指的反应最为激烈。德国 DAX 指数累计跌去近 8%，巴黎 CAC40 指数跌去近 7%，伦敦金融时报 100 指数跌幅则超过 4%。此外，香港恒生指数、新加坡海峡指数、道琼斯指数以及澳大利亚标普 200 指数跌幅也均超过 3%。中国 A 股市场也未能幸免，3 月 11 日（周五）沪深股指尾盘上演跳水，3 月 14 日上证指数盘中一度暴跌近 90 点，最终跌破 2900 点，跌幅达 1.41%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

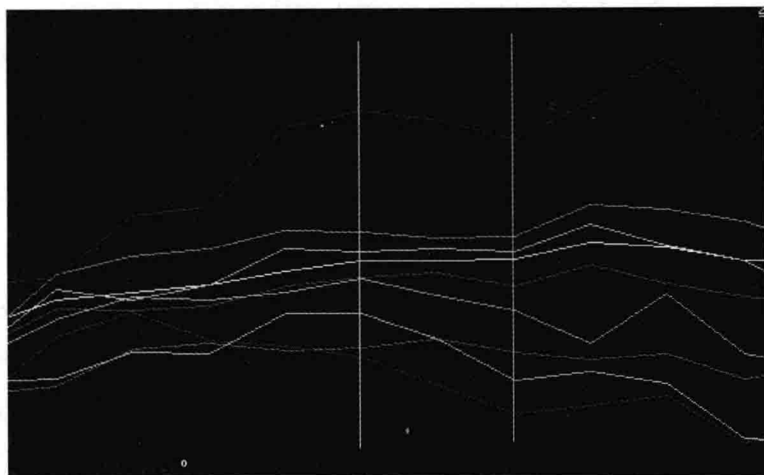


图 5-25　日本大地震对全球主要股市的影响

图 5-25 中，第一条竖线是 3 月 11 日，第二条竖线是 3 月 15 日（中间有两天是周末），指数从上面一条开始分别为日经 225、DAX、CAC40、道琼斯、FT100、澳洲标普 200、上证综指和恒生指数。可以看到，跌幅最大的是日本、澳洲、香港和 A 股。之后走势各自分化，但在事件发生后的三天中，对市场的冲击是非常明显的。市场反应类似地震效应，离震中越近，则反应越大。

随着日本福岛第一核电站多个机组发生核泄漏事故，全球开始质疑核电的安全，核电核能股遭到抛售。3 月 14 日，A 股核电板块开盘整体大跌 2.47%，其中核电龙头股东方电气跌停，中国一重跌 4.15%，中核科技跌 5.8%，东方锆业跌 5.5%，自仪股份跌 2.56%。核电板块的危机不仅没有随 A 股大盘回升迅速终结，反而越演越烈，从 3 月 15 日起，核电股连续出现大幅调整，3 月 14 日到 17 日，东方电气下滑幅度高达 18% 左右，上海电气、东方锆业、中核科技、中国一重等多只股票的跌幅都在 10%—21%。核电股的颓势一直延续。截至 2011 年 4 月 21 日收盘，核电板块从 3 月 11 日以来，跌幅超过 25%。中核科技、中国一重等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股的跌幅均超过 45%。

我们以核电(中信)CI005285 指数的 30 分钟走势(左边)观察 3 月 11 日至 7 月 30 日的走势,见图 5-26。右边是东方电气走势,竖线为 3 月 11 日,最右边柱体是 4 月 1 日。



图 5-26　A 股核电板块指数(左)和东方电气(右)日线图

日本地震引发 A 股下跌,但接踵而至的核泄漏事故却使得抗震救灾等题材概念性热点层出不穷。与之相关的市场炒作行情持续升温。在地震发生短短一周时间,市场展开了热火朝天的炒作。涉及灾后重建的杭萧钢构、光正钢构、东南网架、精工钢构等钢结构行业个股纷纷强势涨停,成为日本震后 A 股首个交易日的最大亮点。同时,水泥行业中的狮头股份在 3 月 14 日异军突起,开盘之后便牢牢封死涨停。此外,当日南京医药、美罗药业、丰原药业、联环药业等一大批医药股也集体躁动。让人啼笑皆非的是,席卷全国各地的"抢盐大战"更是彻底引爆了沪、深两市的盐业股,兰太实业、云南盐化等强势涨停。

图 5-27 是中信水泥板块指数 CI005259 的日线走势,向上箭头指向 3 月 15 日,向下箭头指向 4 月 19 日,水泥板块在下跌过程中受此事件影响居然上涨了一个月左右,之后才回归下跌通道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

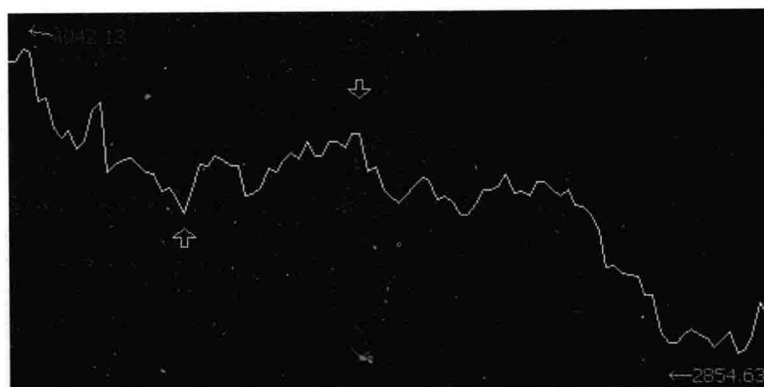


图 5-27 A 股水泥板块指数日线图

（2）标普调低美国评级

2011 年 8 月 5 日，标普将美国的主权信用评级从 AAA 下调为 AA +。这是 20 世纪 40 年代以来世界评级史上最具影响力的事件之一，也是世界第一大经济体美国的国债信用首次从顶峰跌落。这次评级下调引发了全球市场动荡。

标普调低美国主权信用评级后，全球股市 8 月 8 日共同迎来“黑色周一”。率先开盘的亚太股市全盘下挫，欧洲股市虽然早盘一度上涨，但依然挡不住卖盘汹涌。亚太股市方面，日经 225 指数收低 2.2%、韩国综合股价指数下挫 3.82%、香港恒生指数跌 2.17%。A 股当然也难以幸免，沪指当日下跌 99.61 点，跌幅 3.79%，为近 9 个月最大跌幅；下跌股票超过 2 000 家，跌停 72 家；市值缩水 1.0284 万亿；下跌中成交放量至 2 147 亿元，恐慌出逃迹象明显。1.0284 万亿市值缩水平摊到有效持仓账户上，交易者每个账户实际平均亏损额在 18 000 元左右。

“黑天鹅”固有的随机性和巨大影响力如飓风般带来社会、经济或结构的重新洗牌。随着社会不确定性的增加，不确定性正在取代确定性，成为我们生存的新常态。面对这样一个急剧变化的世界，践行巴菲特的投资原则“第一条不要赔钱，第二条永远记住第一条”变得非常困难。“黑天鹅”时间无法预测，预防也不易。我们不知道何时会下雨，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以随身随时携带雨伞。然而,没有人知道,“黑天鹅”带来的是下雨、下雪、下冰雹,还是下刀子。

第三节　气候和季节性因素

搞清一只股票的价格,远比成为一名鸟类学家更难。

——查理·芒格

天气、气候和季节对于股市的影响,可能应该分成几个层面考虑:天气和气候对于投资者的心理情绪的影响,天气和气候对于产业和经济的影响,以及产业的季节性因素对于企业经营的影响。这些影响会分别通过心理—操作渠道和实际经济影响,传递到股市,造成股价波动。

3.1　天气—心情—股价

天气影响人的心情,继而影响各种人类活动,这个说法从经验和直觉上可能大家都能接受。股价作为投资者的投资活动的结果,也应该受到影响。这不是一个假设,实际上早就有人研究过这个问题。有美国学者做过纽约市天气对纽约股票交易所指数表现影响的研究。根据70年的数据,天气晴朗时,纽约股票交易所的股票指数比天气糟糕的时候收益率要高0.2—0.3个百分点。纽约的天气既不影响宏观经济,也不影响企业盈利,而且大多数投资者也不住在纽约,但纽约天气会影响股票投资收益。D. Hirshleifer与T. Shumway(2003)检验了从1982年至1997年国际上26个证券交易所所在地天气是否为晴天和股票市场收益的关系,结论为阳光和股市日收益率高度相关。随后对世界上四十多个交易所的研究表明,80%的主要交易所,包括上海股票交易所,都有类似情况:天气晴朗时候的平均收益率比阴天下雨的时候平均收益率要高。另外,阴天的时候,纽约股票交易所的买卖价差相对比较大,也就是流动性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比较差。①

其他学者如 D. Michael 与 B. M. Lucey(2002)根据对爱尔兰股票市场和由天气、生物规律而引起的情绪变化的关系的研究,得出了天气、生物规律会通过影响人的情绪进而影响股票市场的结论。Howarth 与 Hoffman(1984)发现湿度、温度与日照时间对情绪有巨大影响,高水平的湿度会带来注意力下降与疲惫增加,气温升高会降低焦虑与怀疑情绪。Hirshleifer 与 Shumway(2003)研究发现人们在阳光普照时会表现得比较积极,他们可能会更倾向于购买股票。特别的是,他们可能会错误地归咎于他们的好心情而作出积极的经济前景预期。这表明,阳光与股票收益率呈正相关。此外,预测明天将是一个晴朗的天气会直接造成正股价反应。②

无论是天气还是气候变化,都会对人类情绪造成影响。美国从 1918 年开始实行夏时制,夏时制开始和结束因为调表,人们的作息时间会打乱,研究者观察那些夏时制开始和结束的周末,看股市表现是否有特别的地方。研究发现平时周末(从周五收盘到周一开盘)的平均收益是负的 7 个基点,也就是 7‰。在夏令时开始实行的那个周末会出现负的 18 个基点的下跌。如果光照时间的减少影响到了很多投资者,他们就会少冒风险。金融经济学家研究澳大利亚、英国、加拿大、德国、新西兰、瑞典和美国的七个股票市场,发现秋天阳光减少的时候股票收益较低,这种状况一直持续到 12 月 21 日,这是一年中黑夜最长的一天。这个效应在远离赤道的股票市场(瑞典和英国)表现十分显著。同样的现象在春季的南半球股市(澳大利亚和新西兰)也会发生。阳光的多少会影响人们的心

① 纽约交易所采用的是传统的人工撮合下单方式,因此纽约股票交易所的做市商都在纽约工作,不可避免地受到纽约天气影响。可能是做市商的情绪受到天气的影响,继而影响了股市的表现。从心理学上说,确实有证据表明阳光的照射对人的情绪有很大的影响,这是人的天性。

② 气候变化会造成情绪混乱。心理学解释为因为白天的长短和阳光多少都对人的情绪有影响。美国阿拉斯加和西雅图之所以分别是美国抑郁症发病率排名一二位的州,可能是因为阿拉斯加地处北极圈内,一年里有半年极夜天气见不到阳光;西雅图是个雨城,一年中的大部分时间都阴沉多雨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情,心情又会影响投资决策、决策过程以及我们想要尝试风险的意愿。

3.2 股价的季节性表现和周期

股价的季节性影响主要来自投资者群体基于产业的季节性表现(淡季和旺季)而对企业经营业绩有不同的预期。每只股票都有一定的周期性特征,一般可以分为四个层次:企业生命周期、行业发展周期、国内宏观经济周期和国际经济周期。

国内有分析师曾细致地做过统计整理,列出了一些主要行业的淡旺季,见下表①。

表 5-1 部分行业和产品的淡旺季周期

申万一级行业	产品	指标	旺季	淡季
农林牧渔	猪肉	价格	年初和年底	年中
采掘	动力煤	产量	5 月—7 月	1 月、2 月
		价格	5 月、6 月	10 月—12 月
	焦煤	产量	3 月—8 月	1 月、2 月
		价格	6 月—7 月	10 月—4 月
化工	纯碱	产量	3 月—5 月、10 月—12 月	7 月、8 月
		价格	8 月	11 月—1 月
	PVC	产量	3 月—6 月	1 月、2 月
		价格	8 月	11 月—1 月
	尿素	产量	3 月—6 月	1 月、9 月
		价格	5 月、6 月	11 月—1 月
	汽油	产量	11 月—1 月	2 月
	柴油	产量	7 月—8 月、12 月	1 月、2 月
	煤油	产量	11 月—1 月	2 月
	乙烯	产量	1 月、3 月	6 月—9 月

① 资料来源:http://wenku.baidu.com/link? url = b_DwO2cLA5LvpVO1Lb2HBEQAwov1uq8azh_16kmf6CoEPufBJd8BJwgrtHW6YW66OShgTM3K7k5QsAI2Y-wpl82jyfkAeVbeu7QDzGAoqyu,2014 年 9 月 15 日访问。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

申万一级行业	产品	指标	旺季	淡季
黑色金属	冷轧薄板	产量	4 月—8 月	1 月、2 月
	热轧薄板	产量	4 月—5 月	11 月—1 月
	钢筋、线材	产量	3 月—6 月	1 月—2 月
	热卷、冷板	价格	4 月—9 月	10 月—2 月
	唐山铁精粉	价格	6 月—9 月	10 月—1 月
	钢厂	毛利率	1 月—5 月	6 月—12 月
有色金属	铝材	产量	5 月—9 月	1 月、2 月
	铜材	产量	3 月—6 月	1 月、2 月
建筑建材	水泥	产量	2 季度、4 季度	1 季度、3 季度
	玻璃	产量	2 季度、4 季度	1 季度、3 季度
机械设备	铲土挖掘运输机械	销量	3 月—6 月	7 月—2 月
交运设备	乘用车	销量	3 月—4 月、11 月—12 月	1 月—2 月
	重卡	销量	3 月—6 月	7 月—2 月
家用电器	洗衣机	销量	9 月—1 月	5 月—7 月
	彩电	销量	9 月—1 月	3 月—7 月
	冰箱	销量	4 月—7 月	10 月—12 月
	空调	销量	3 月—7 月	8 月—12 月
交通运输	公路	公路货物运输量	9 月—10 月、12 月	2 月
	航空	旅客运输量	4 月、7 月—10 月	6 月、12 月—2 月
		货邮运输量	3 月—4 月、8 月—12 月	2 月
	港口	沿海港口货物吞吐量	4 月—5 月	2 月
房地产	房地产新开工	面积	3 月—5 月	1 月—2 月
金融服务	信贷	量	1 月、3 月、4 月、6 月	7 月—8 月、10 月—12 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

申万一级行业	产品	指标	旺季	淡季
商业贸易	社会消费品零售总额	价值	10 月—1 月	3 月—4 月、7 月—8 月
公用事业	火电发电量	量	7 月—8 月、12 月—1 月	2 月
纺织服装	纺织	生产	4 月—6 月、11 月—12 月	1 月—2 月
		出口	4 月	1 月—2 月
	服装	生产	4 月—6 月、11 月—12 月	1 月—2 月
		出口	7 月—9 月	1 月—2 月
电子元器件	半导体	产量	3 季度	1 季度

我们可以观察不同行业的龙头公司的股价或有代表性的板块指数是否反映了季节性因素。当然，要注意大市的影响。

从主营养猪的雏鹰牧业的周线图上可以看到，2013 年以前，股价基本上是前半年上升(1 月到 7 月中旬)，后半年下跌，图 5-28 上 5 条竖线分别是上涨和下跌的时间分界线。只是到了 2013 年以后，股价开始波动，但是到 2014 年 10 月，可以肯定股价应该是下行。猪肉市场需求的旺季是年底和年初，而养猪企业的股价却体现为前半年受需求拉动上涨，后半年下跌回调的走势特点。

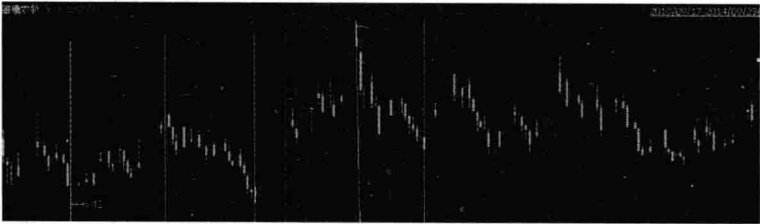


图 5-28 雏鹰牧业周线图

尽管有季节性影响，但是季节只是一个小周期，更大的周期因素是宏观经济和市场周期，特别是在经济紧缩和萧条时期，往往会掩盖季节

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性的影响，如2013年以后的白酒类企业，煤炭、钢铁、有色金属等强周期性行业所受的需求下跌影响，使得季节性因素反而不那么显著了。而在股市长期熊市期间，如2011年到2014年上半年，几乎所有股票的价格和交易量都受到抑制，很难体现其他周期因素的影响。有些和日常生活关系密切的行业，比如商贸业，受到非季节性周期因素的影响较少，因此在每年10月到次年3月左右，股价和商贸业务量呈现出同步增长的特点。

图5-29中为中信商贸流通指数的走势，可以看到竖线(每年10月或11月开始)直到次年一季度的走势基本以上升情况居多。

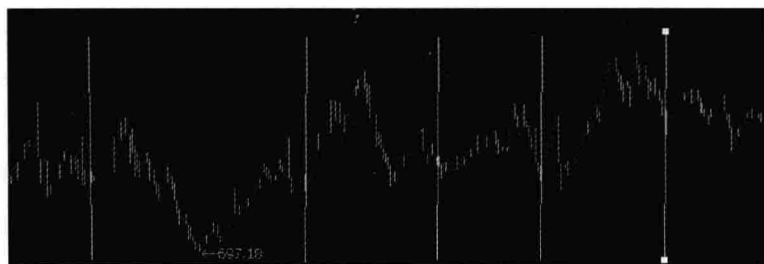


图5-29　A股商贸流通板块指数

每个行业都受到气候影响，但会形成较为固定的经营模式。比如北半球和南半球的季节和气候条件正好相反，但有其自身的特点。春夏秋冬，年复一年，人们形成自己的工作习惯，企业有较固定的行为模式，不会出现反季节行为。但是，如果气候突然发生变化，比如初春突遇极寒，夏天干旱，秋天还未结束，寒冬气候突然而至，冬季突发水灾，这类气候异常现象，明显会打乱人们的日常经济活动，对于企业经营和产业必然造成影响，并改变了投资者的判断和预期，引发市场价格波动。

近年来，由于全球大气层受到严重破坏，异常气候发生的情况越来越频繁了。受气候影响的行业很多，除了我们很容易想到的农林牧渔业之外，还会延伸到公路、水路、铁路、航空以及其他基础和公用设施等，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与其他行业产生连锁效应。比如，寒潮天气可能对农业、煤炭、公用事业、航运等板块有刺激作用。极寒天气可能造成养殖业、种植业减产，带来价格飙升，而气候极低造成运输不畅、库存下降、农产品价格上涨等。此外，极寒天气会带来电力供应的需求加大，短期内推高动力煤价格。

同这些与经营相关的季节性因素相比，市场的"季节性"因素表现得更明显，比如每年的 3 月 15 日—4 月 25 日、6 月 15 日—7 月 25 日、9 月15 日—10 月 25 日、12 月 15 日—次年 1 月 25 日，这四个时段由于基金需要向投资者通报业绩表现，大盘会出现所谓的"粉饰橱窗"效应。其他与市场季节性因素相关的还有期指结算日等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

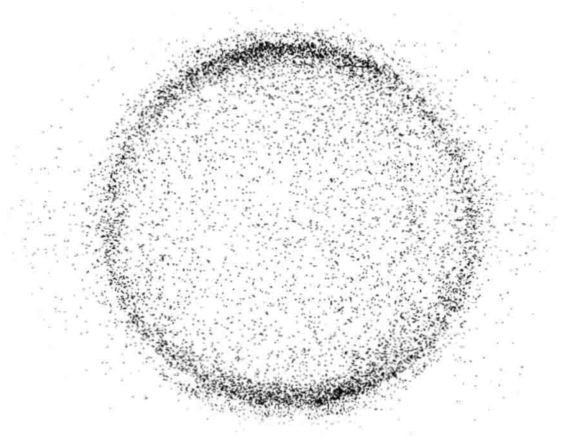
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

大脑进化速度赶不上资本市场发展

人的心智就像两匹马拉的车，一匹是理智，另一匹是情绪。

——柏拉图



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人类大脑的进化是缓慢的，而信息技术则以令人炫目的速度快速更新，市场借助技术，已经超越了人的脑力可以掌控的水平。尽管人们也在充分利用电子计算机补充人脑对大量数据处理和运算方面的不足，但是人类与没有感情的自发调整和适应的工具相比，还是有很大差异。

思维工具（可能是未来电脑发展的方向）与人脑的不同，除了处理数据的方式、速度和容量之外，后者的心理和情绪对于思维过程和结果有很大决定作用。思维工具如果模拟人脑，需要扩展出模拟人类心理和情绪的功能，而人脑则需调高处理速度和容量。现代神经心理学[①]一直致力于研究人的大脑神经生理和心理、情绪之间的关系，这方面的成果有助于大家了解投资者的思考和决策过程中的生理和心理基础。本章整理了已有的同投资心理和情绪有关的神经心理学研究成果。

第一节　大脑的惯性思维习惯

> 如果投资者能够理解他们最基本、最原始的决策动机，他们可以开始设法减少作出坏的选择。
>
> ——卡梅利亚·库宁

① 综合神经解剖学、神经生理学、神经药理学、神经化学和实验心理学及临床心理学的研究成果，采用独特的研究方法，是心理学与神经科学交叉的一门学科。它从神经科学的角度来研究心理学的问题，把脑当作心理活动的物质本体来研究脑和心理或脑和行为的关系。1929 年，E. G. 波林第一次提出“神经心理学”这一名称。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人脑思维不像计算机那样有一定的算法和程序，简单地说，人脑有两个系统，最先被触发的是直觉思维，也就是走捷径，这种懒惰的习惯可以缩短大脑的分析时间，而且不费脑力，[①]同时这个系统会受到情绪的过滤或引导，导致思维偏差。人脑的另一个系统是逻辑思维，比较接近程序化的工具思维，能够避免或减少一些心理偏差的影响，但还远远达不到电脑的程序化信息处理。而这种处理方式更费脑力，不是认知过程中的“自动处理”。

1.1 麦肯林大脑功能结构论和心智类型

美国科学家保罗·马克里恩（Paul MacLean）[②]提出了人脑的三位一体构造结构理论：最里层的脑被称为R—复合系统，形成于5亿年前；第二层脑被称为边缘叶系统，大约形成于2亿—3亿年以前；最年轻也是最外层的脑被称为新皮质，大约形成于10万年以前，具有思维、学习、解决问题以及语言的功能。马克里恩认为人脑的这三个部分各自具有自己的记忆、情绪，各自控制着人类行为的某些方面。[③] 人脑活动是这三个系统活动的结合。由于每个人在这三个系统上的能力不一样，马克里恩据此提出三种不同心智类型的人：直觉型人、情绪型人以及推理型人。

---

① 心理学家的研究表明大脑会选择走捷径的方式降低信息分析过程的复杂度。这些捷径使大脑在完全吸收消化现有信息之前就可得出一个大致答案。众所周知的捷径的两个例子就是代表性和熟悉度。大脑利用这两个捷径可以组织并迅速处理大量的信息。然而，这些捷径也让投资者难以正确分析新的信息，可能导致得出错误结论。

② 美国国家精神卫生研究院（National Institute of Mental Health）大脑研究和行为实验室主任。

③ 具体来说，R—复合系统控制一些非言语性行为，诸如划定疆域、保护家庭、猎物、羊群本能、形成社会群体等，能记住祖先数千年以来的经验。人的日常例行事务的处理都由它完成。边缘叶系统控制的行为主要表现在：第一，个体会去喂养小孩；第二，能通过听觉和嗓音进行交流，并控制诸如恐惧、恐慌、愤怒等情绪；第三，也是人们价值判断的一个来源，判断某物是否正确，并协调情绪性行为。新皮质主要是负责学习和思维能力。新皮质追求理性决策，但它持续不断地接收到来自大脑其他部分的信号。研究表明，新皮质经常不能压制和调节来自边缘系统的冲动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，实际情况是，投资者未必只是三类中的某一类，更可能是在某种类型上较突出的综合体。

1.2 三类投资者的心理和行为特征

哥德伯格（J. Goldberg）和理兹奇（R. V. Nitzsch）基于马克里恩的研究成果，对应提出了三种心智类型投资者。我们简要总结一下他们的心理和行为特征。

直觉型投资者

直觉型投资者大脑中 R—复合系统占优。这类投资者习惯于依靠直觉，而不愿意也不习惯花费时间详细分析信息。他们很可能是短线投资者，必须对事件作出迅速反应。[1] 直觉型投资者只要感觉有利可图，就会马上行动，这已经成为无意识的行为方式。这种行为方式使得直觉型投资者喜欢采用启发式方法进行推理判断。所以很难避免成为选择性感知的牺牲品，落入启发式判断的各种陷阱。直觉型投资者常以当初的购买价作为参考点，往往对自己的能力估计过高，尤其连续成功几次后，往往产生过度自信。

情绪型投资者

情绪型投资者的大脑结构中，边缘叶系统占优。对于投资行为有重大影响的情绪包括：愤怒、希望（或贪婪）、恐惧、后悔、快乐和失望等。情绪型投资者喜欢在作出决策前与那些观点一致的人交流。情绪型投资者有可能是中线投资者，一个显著特征是尽力加强积极的情绪和判断，因此倾向于选择性感知那些支持自己意见的信息，回避一切不利消息，拒绝承认错误。

---

① 时间约束是短线投资者的最大问题。每个决策需要多而复杂的信息，以至于不可能在很短的时间内掌握。因此，直觉型投资者很容易犯错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推理型投资者

推理型投资者的大脑结构中新皮质层占优。他们有两个显著特征：第一，特别害怕作出错误的决策。因此，总是想方设法推迟决策。第二，不愿意偏离常态。因此，他们会尽力搜寻各种信息，掌握影响股票变化的各种因素，以便加强控制感。推理型投资者可能主要是长线投资者，追求利润的稳定增长。推理型投资者为加强自己的控制感，会尽力回避自己未进行深入全面分析的股票，有强烈的风险回避心态。推理型投资者也常会寻找支持他们意见的信息，而对其他信息不予关注。

从上面的简要描述可以看出，直觉型投资者和情绪型、推理型投资者有较大区别，基本上可以被看作是盲目或盲目自信的资本市场快枪手。而后两种类型则可以称为思考型的投资者，他们启动了大脑的深层思考系统。只是情绪型投资者更容易受自己和同类投资者的情绪引导，而推理型则更为独立。但是，他们都倾向于过滤与自己观点一致的信息，而回避或者忽略不同看法。这一共同点，大概是所有人的心理特征，而这是很多投资失误的主要来源之一。

1.3 投资者的直觉系统和分析系统

“神经经济学”是一个正在形成的边缘学科，这一领域融合了神经科学、认知心理学和经济学，分析人们如何进行决策。它依靠先进的监控技术，分析人类大脑的内部活动，研究当人们在评估决策、作风险收益分类以及互动时大脑所发生的变化。

反射系统主要位于大脑皮层下面，绝大多数反射性过程是在基底神经节(basal ganglion)①和大脑边缘部位的皮层下完成的。人脑的边缘叶系统由杏仁体(amygdala)②和丘脑构成，捕捉来自外界的影像、声音和气

① 位于大脑核心位置的节束状组织，由于呈条状或带状外形，也被称为“纹状体”。
② 也称作“类扁桃体结构”，为扁桃体颞前部的杏仁状灰色物质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

味之类感官输入，然后以极快的速度对其作出评价。[①] 评价结果会转换为恐惧或是愉悦等情感，并最终刺激肌体作出相应反应。

学者认为大脑反射系统会自发进行大多数判断和决策。外部信息第一时间会被这个系统处理并得出结论。这是下意识的快速自发性活动，如果人没有刻意继续进行深入思考，此时就可能按照反射系统的结论采取行动。

人脑即使在休息时也要耗费吸入氧气的 20%，而在工作时的能量消耗则更大，因此无法对周围环境中发生的每一件事都作出反应。人脑有工作极限，实际上，大脑会忽略周遭发生的大多数事情。美国科学家马修·利伯曼指出：因为思考会让人感到心力交瘁，因此，除非是在迫不得已的情况下，反射系统总会倾向于选择不作为的方式。而直觉系统所做的就是进行第一次过滤。对于投资者来说，除非出现高风险或高收益事件，反射系统会习惯性地对其他状况视而不见。[②]

大脑的分析思维系统主要位于前额后部的前额叶皮质，属于额叶的一部分，神经元通过与大脑其他部分复杂的连接，归纳、演绎、分类、组织和整理琐碎繁杂的信息，作出结论和计划。这个思维网络的另一个核心，则位于我们耳朵后面的顶叶，它的职责是对大量的数字和语言信息进行处理。[③]

通常大脑会先通过直觉系统处理问题，分析系统是在一定条件下才会被启动。比如要你从某个数字开始倒着每隔几位的数字，直觉系统将

① 反射系统的速度极快，可以在不到 0.1 秒内作出反应，如在高速公路上开车时，为避开前面出现的危险，驾驶员会突然打方向盘，而此时可能还没有看清危险到底是什么。

② 加拿大行为生态学家鲁文·杜卡斯(Reuven Dukas)指出，由于鸟类和鱼类等动物必须同时关注周围环境中的多种刺激，这就大大减少了它们所能识别和捕捉到的食物数量。人类作为一种高级动物，也不例外：当我们把注意力从一个事物转向下一个事物的时候，就会出现“效率下降期”。我们的任务是把注意力集中到可能是最重要的刺激上。

③ 美国健康学院的神经系统学家乔丹·格拉夫曼(Jordan Grafman)把额叶称为“大脑的CEO”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无法给出答案，需要你的分析系统启动，可能先要心算一个例子，得出规律后，才能正确快速说出一连串的数字。

乔丹·格拉夫曼通过实验研究证明，额叶受损（比如说中风或肿瘤后遗症）者往往难以对意见和建议作出理性评价，或是作长期规划。计算神经生物学家认为，分析思维系统可以依赖“树状搜索”过程。我们的思维系统就会不遗余力地在纷繁复杂的经历、预测和结果之间进行筛选，在金融市场，那些盲目依赖思维系统的人，最终的结局往往就是“只见树木，不见森林”。笔者就遇到过每天都要花上两三个小时研究股票的工程师，他们总自以为是地觉得自己已经找到了打败市场的统计秘诀。

认识投资者思考的客观特征，绝对是至关重要的。从神经心理学和神经经济学的研究结果中，可以总结出以下四个特点：

- **轻下结论**。对于任何事物，尤其是股票价格的涨跌以及基金收益率的高低，只要有两次相同的先例，我们就会义无反顾地去期待第三次。
- **非意识性**。即使你认为自己已经完成了某种复杂的分析，但模式探寻机制依然会引导我们作出本能性的结论。
- **自发性**。只要是面对随机性事物，我们就会不自觉地去探寻其中的所谓模式。这就是我们大脑的本能。
- **不可控性**。我们既不可能关闭这样的处理功能，也无法赶走它们（你可以采取手段抑制它们的作用，这算是不幸中的万幸）。

第二节　多巴胺、伏隔核和投资预期

只要我们接近市场时，内心想到自己对她多少有点了解，那么失败的种子便已经种下了。

——亚当理论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.1 伏隔核和投资者的预期

斯坦福大学神经科学学者布赖恩·克努森(Brian Knutson)研究大脑的情感产生方式。在试验者操作视频投资游戏时,用仪器受试者的大脑活动进行跟踪,准确测定血液中的氧气含量,从而帮助研究人员描绘出正在大脑中执行某种任务的神经区域。

代表不同金额收益和损失的图形陆续闪现在屏幕上:圆圈代表受试者可能赢钱,方框表示可能输钱;在每一个圆圈和方框内,垂直线的位置表示赌注对应的钱数(在最左边为0,在中间为1美元,在最右边为5美元);水平线位置(底部、中间或上面)表示获得这笔收益或是避免这笔亏损的难易程度。每个图形在受试者面前闪现的时间只有2—2.5秒钟,这就是所谓的"期望"阶段。在这段时间里,受试者只能焦急不安地等待最终结果——赢钱或输钱。之后,屏幕上瞬间闪过一个白色的方框,持续时间不到1秒钟。要赢得屏幕上刚刚显示的金额,或是避免输掉所显示的金额(如果出现的是输钱提示),就必须在出现提示的一瞬间,及时按下一个按钮。在难度最大的3个级别上,受试者只有0.2秒钟的时间按下按钮,每一次尝试之后,屏幕上都会显示刚刚赢得或是输掉的钱数,同时更新受试者的最新累计积分。

数十名受试者的实验结果发现,当屏幕上出现代表金额很小的奖励或处罚时,受试者的反应没有太大变化,但是当出现代表大额且易于得到的收益标志时,磁共振成像仪显示在受试者大脑中的反射部分,一种被称为伏隔核(nucleus accumbens)的神经元异常活跃,激烈震荡。测量磁共振成像仪探测到的大脑活动时,布赖恩·克努森发现,和赢得1美元时的机会相比,得到5美元的希望会导致大脑的活动强度高出1倍。

伏隔核位于大脑额叶最后部的后面。对于收益预期或期望有反应的还包括大脑其他很多部位,广泛分布在大脑的整个反射部分,如眼窝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

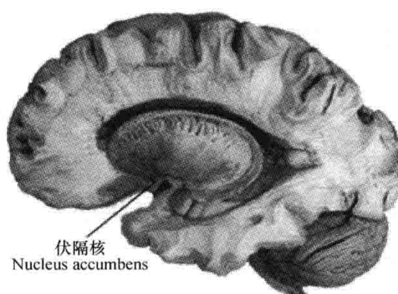


图 6-1　伏隔核解剖位置图

前额皮质，伏隔核是这个收益预期网络的核心之一。

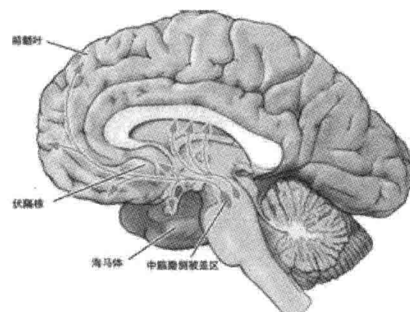


图 6-2　收益预期网络

图 6-3 左图中心部位的黑色显示了大脑中负责预测收获的伏隔核活动情况。布赖恩·克努森通过扫描仪发现，受试者在得到奖金时，伏隔核中神经元的活跃程度并没有期盼得到奖金时那么强烈。



图 6-3　伏隔核活动情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图6-3中，左图是在得到赚5美元的机会时，受试者的伏隔核中迸发出一股贪婪感。右图是在赢得5美元时，前额叶中部的皮层中形成一股轻微的满足感。

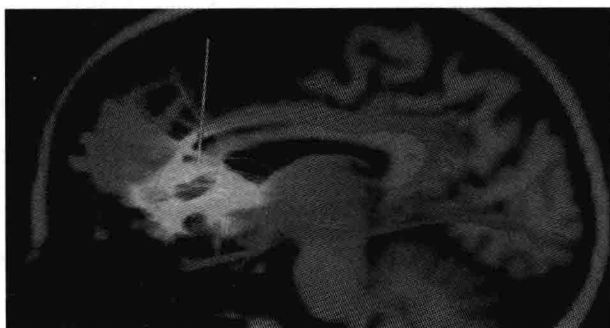


图6-4 伏隔核处于激发状态



预期的动物脑神经实验[①]

通过研究预期在其他动物身上的作用方式，我们可以对预期有更多的认识。日本富山医科药科大学小野武敏（Taketoshi Ono）领导的一个研究小组对鼠类的收益预期方式进行了研究。研究小组发现，预期到水、蔗糖或电流刺激等时，老鼠大脑内一个名为"感觉丘脑"的部分会被激活。就像电灯的双铰开关一样，该系统的活动可以分成两个有明显区分的阶段：第一个阶段，在大脑中闪现过一个持续时间只有百分之几秒的神经刺激，向大脑其他部位发出信号——可能会获得某种收益。实际上，在出现某种收益预期的信号时，老鼠的大脑会发出惊叫：有好事！之后，随着神经元不断被激活，老鼠的大脑会出现一种不断强化的持续性反应，直到收益出现为止。潜在

① 参见〔美〕贾森·茨威格：《当大脑遇到金钱》，刘寅龙译，广东经济出版社2009年版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益越值得期待，神经元的活跃程度越强烈。当奖励出现在面前时，老鼠就越会迫不及待地扑上去。因此，预期的第一个阶段似乎表现为回顾：根据以前的经验，老鼠意识到，既定的声音或影像，对应着某种回报的出现，于是，这些信号会在瞬间激活神经元。第二个阶段则表现为前瞻：从出现信号到得到回报这段时间里，即将到来的收益在老鼠的大脑里逐渐清晰。对未来收益的期待越强烈，大脑就越能让老鼠处于高度的应对状态，随时做好迎接收益的到来（老鼠舔食白水的频率在 0.25 秒左右，而啜食糖水的频率则不到 0.05 秒）。预期的两个阶段，似乎就是一种用“既往经历”对比“未来结果”的过程。此后，心理学家一直在对预期系统受损时发生的情况进行研究。在英国剑桥大学的实验室，研究人员把老鼠放进一个封闭仓。在封闭仓里，老鼠可以用爪子按两个翘板。按动其中的一个翘板，老鼠可以马上得到一个糖球的奖赏，而轻轻触动另一个翘板，则可以得到一顿 4 个糖球的大餐，但必须要等待 10—60 秒钟。尽管那些大脑未受过任何损伤的老鼠也会表现出极度的躁动不安，但还是有一半依然会选择耐心等待更优厚的奖赏。

然而，大脑伏隔核受损的老鼠，则通常会患有一种新型的 ADD 疾病——不是注意力缺陷障碍症（attention deficit disorder），而是预期力缺损（anticipation deficit disorder）。在伏隔核不能正常发挥作用的情况下，这些老鼠几乎完全丧失推迟体验满足感的能力，此时，它们选择眼前较小收益的可能性会超过 80%。而未来收益预期能力的丧失，则会迫使老鼠进入一种被剑桥大学心理学家鲁道夫·卡迪纳尔（Rudolf Cardinal）称为“受迫性选择”（impulsive choice）的状态。按照他的说法，预期回路可能会迫使老鼠“把认知资源集中”到可以预见的未来事物上。但是，在伏隔核不能正常发挥功能的情况下，眼前可见的东西就会变得最为重要，而未来永远也不会出现在它们的头脑里。当收益近在眼前的时候，大脑便开始厌倦于等待。在灵长类动物大脑中央的伏隔核中，神经元早在预测性信号之前便已开始活跃。猴子能意识到，在看到某一特定形状时，它们会得到喝水的奖励，它们甚至还能了解到出现下一个信号的大概时间。最令人感到惊奇的是，猴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子的尾状核神经元在出现信号的 1.5 秒前，就开始进入活跃状态。换句话说，一旦意识到有可能得到奖赏，我们的注意力不仅会集中到收益本身或是可能出现收益的信号上，甚至会集中到仅仅预示收益的任何迹象。日本理化学研究所的浩行中原（Hiroyuki Nakahara）把这个早期的激活过程称为“对回报期望的预期”。也就是说，巴甫洛夫实验中的狗，并不是在摇铃时才开始分泌唾液，而是在巴甫洛夫向它们走过来的时候，便已经开始分泌唾液了。

在华尔街流传着一句经久不衰的谚语：“听到谣言买，听到消息卖。”这句话的背后的确是一个颠扑不破的真理：在投资高手中流传着市场将有大动作的谣言时，股价会上涨。[①] 之后，一旦公众都知晓这个好消息，这些精明狡猾的老手就会高价抛出，于是股票便跌得一塌糊涂。它很可能更多地还是和每个人大脑中的预期系统有关。这也许有助于我们理解，在 20 世纪 90 年代末，如果前一天交易实现盈利，日内超短线交易者只要坐在电脑屏幕前利润便唾手可得。当思科系统公司（Cisco Systems）的每股业绩连续 10 年超过市场预测 1 美分的时候，只要接近盈利发布期，就会让投资者欢欣鼓舞。而在 2000 年 2 月盈利发布会的前 5 天，思科股票在交易量超过正常情况 1/3 的情况下依然上涨了 10.5%。可以说，在意识到收益发布会即将到来时，投资者们开始“分泌唾液”，进而早就料到这个“巴甫洛夫式”的价格上涨。最终，思科的股票价格确实超过市场预测 10 美分——居然完全与预期相符，而且连续保持了三个季度。

2.2 多巴胺和预期收益意外事件

英国剑桥大学的神经生理学教授沃尔弗拉姆·舒尔茨（Wolfram

---

① 赛雷拉基因集团（Celera Genomics Group）证明了股价因希望而上涨、因现实而下跌这一说法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Schultz）通过监测神经元在某一时刻的电化学运动来揭示大脑的微观结构的工作，他对大脑中的多巴胺①进行了深入研究。多巴胺形式的信号源于大脑下部的深层，这里也是大脑组织和脊髓组织相连接的位置。在大脑的约 1 000 亿个神经元中，能产生多巴胺的还不足十万分之一。但就是神经系统中这些微乎其微的极少数派，在我们的投资决策中发挥了决定性的作用。



图 6-5　多巴胺激活状态的大脑

当多巴胺神经细胞处于激活状态时，它们并不是像光束那样集中到孤立的目标身上，而是让神经连接像爆炸的烟花一样火光四射，在整个大脑神经系统内部四处飞溅，从而让动机演化为决策，让决策转变为行动。只需要 1/20 秒的时间，这些电化学脉冲就可以冲破重重阻碍，从大脑的基部到达我们的决策中心。

多巴胺是一种快乐剂：在如愿以偿的时候，多巴胺会让人产生快乐的感受。多巴胺是神经传导物质，可以传递由食物、性、某些药物产生的神经脉冲，以及相伴生的神经刺激（stimuli）。当多巴胺神经元开始活跃时，它们会在大脑各部分释放出巨大能量，令其作出决策并付之行动。

---

① 多巴胺（dopamine），中脑产生的一种神经原物质，它直接影响人们的情绪，这种物质的增加会提高人的兴奋度，甚至会成瘾。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃尔弗拉姆·舒尔茨、里德·蒙塔哥和彼德·戴安对多巴胺和收益回报关系的研究取得了很多重要的成果。他们发现人在得到预期的结果时，大脑不会产生太多的多巴胺，此时发出的电脉冲的频率大约是每秒3次，相当于休息状态。这与热门股发生利好和冷门股发生利空时的情形（强化型事件）很相似。在前一种情况下，收益实际上超过了投资者的预期，然而多巴胺的反应并不明显，有时甚至是负面的。强化型事件对于神经系统和市场都似乎没有太大的影响，这是神经心理学家近期的研究结果。例如，在一场赢率很大的赌局中取胜，要比赌赢胜算小的赌局得到的快乐更多。类似的，在一场输率很大的赌局中失手，遗憾也会小于输率小的赌局。帕米·昌德拉斯卡（Pammi Chandrasekhar）和他的同事们指出，遗憾或快乐的程度，与输赢的先验概率相关。赢的预期越大，快乐度越低；赢的预期越小，快乐度越高。他们还提到，脑部不同区域的激发都能提高快乐和遗憾的程度。这可解释为什么要达到同样兴奋程度，投资者认为"好股票要上涨必须有更高的收益"。

对神经经济学家而言，两种触发型事件才是真正的意外，它们是主要的未预期事件。一项研究成果发现，超过预期的收益会让大脑释放出多巴胺。[①] 第一种触发型事件冷门股突发利好消息，不管投资者是拥有这只股票还是只对该股有兴趣，都无法提前预见。他们此时的反应很可能是"快乐"和得意，此时他们的大脑会产生多巴胺。[②] 当投资者手中的冷门股获得了未预计的收益，大脑几乎会在同一时刻产生大量的多巴胺——舒尔茨的研究显示产生多巴胺的频次是每秒钟三到四十次。用

---

① 由帕米·昌德拉斯卡、莫尼卡·凯普拉（Monica Capra）、萨拉·莫尔（Sara Moore）、查尔斯·努赛尔（Charles Noussair）和格里高利·伯恩斯（Gregory Berns）完成。该研究还发现，包含着前喙扣带（rostral anterior cingulate）、左海马体（left hippo-campus）、左腹侧纹状体（left ventral striatum）和脑干/中脑的神经网络与快乐情绪是有关联的。这显示神经交互反应相当复杂。

② 对猴子的研究发现：未预期的正面意外也会产生强烈反应。意外会产生大量多巴胺，与提前预计到的回报情况相比，此时多巴胺神经元的活动更活跃和持久。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

舒尔茨的话说,这种正面强化效应引发了针对收益的特别关注。收益可以让人重新燃起希望。舒尔茨和安东尼·迪金森(Anthony Dickinson)在《2002年度神经科学年度回顾》中提出:收益产生的反应依赖于收益的预期和实际发生情况之间的差异(多巴胺的产生=发生的收益-预期的收益)。

类似的,另一种触发事件热门股出现利空意外,可能引发遗憾和失望。另一种神经网络——皮质网络会被激发。舒尔茨、蒙塔哥和戴安发现,如果人们预期的收益没有及时兑现,多巴胺会迅速减少。当人们接到收益即将兑现的信号时,多巴胺神经元会被激发,但如果收益没有兑现,多巴胺会立即停止产生。大脑因此而受到抑制,继而出现失望情绪。舒尔茨和迪金森也观察到,与未预期的收益相比,缩小的收益导致多巴胺神经元的相反变化。如果预期的收益未能兑现,多巴胺神经元就会立时受到抑制。事实上,统计分析显示出在"热门股遭遇负面意外"这种情况下,股票投资组合的负面效应会至少延续四个季度。

2006年1月31日,Google公司公布了2005年第四季度的财务报告:总收入增长97%,净利润增长82%。很难想象,如此巨大的增长率怎么会成为坏消息?但华尔街的分析师一直希望Google能表现得更强劲。最终结果就是"负收益意外",或者说市场预期和实际结果之间的落差。而这个意外的下一个结果则是市场恐慌。"负收益意外"一经出现,Google的股价便瞬间下跌了16%,以至于被停牌。恢复交易之后,几分钟前刚下跌到432.66美元的Google股票便再受重创,继续下跌至366美元。结果确实令人不可思议:Google的收益比华尔街分析人士的预期少了6 500万美元,而华尔街的"复仇"竟然让Google的市值缩水203亿美元。

2.3 为何投资者喜欢预测股价

就像自然界憎恨真空一样,人类也厌恶随机性。人类对不可预见性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事件进行预测的原动力，源于大脑反射系统的多巴胺中心。笔者把这种人类所固有的倾向性称为“预测瘾”（prediction addiction）。

这不仅仅是一个简单的比喻。在对帕金森综合征患者进行治疗的时候，如果通过药物提高大脑对多巴胺的承受能力，有些人就会对赌博产生一种迫不及待的感觉。一旦患者停止服用多巴胺强化剂，这种不可抑制的赌博欲就会像“关掉开关的灯一样”，瞬间消失殆尽。酒精、尼古丁、大麻、可卡因和吗啡，都可以通过多种方式影响大脑中的多巴胺触发区，从而导致使用者成瘾。例如，可卡因可以让大脑释放多巴胺的速度加快 15 倍，这表明在一定程度上，多巴胺可以传递可卡因产生的快感和幻觉。

在前面对老鼠进行的实验中，当老鼠按下翘板时，如果在老鼠身上连接导线，将细微的电脉冲刺激直接作用于大脑多巴胺中心，这些老鼠往往会放弃包括吃喝在内的其他一切活动，连续不断地敲击翘板。如果对人脑的这些部位施加电刺激或是磁场刺激，也会产生强烈的甚至是近乎痴狂的快感，有些研究人员认为，这与多巴胺的释放有关。

哈佛医学院神经学家汉斯·布莱特（Hans Breiter）曾经对如下两群人的大脑活动情况进行了比较，即急切盼望注射药品的可卡因吸食者与希望在赌博中赚钱的赌徒。实验人员用核磁共振成像脑部扫描仪检测这两群人的结果出人意料：两个图像中显示出的神经元活动模式几乎如出一辙。换句话说，如果能在几项投资中连续实现高回报，那么你也许已经成了某种意义上的瘾君子。唯一不同的是，诱惑你上钩的不是酒精或可卡因，而是金钱。

驱使我们大脑染上预测瘾的原动力到底是什么呢？研究者发现，一旦意识到哪些提示可能预示着奖励，多巴胺神经元就不再处于活跃状态。相反，触发它们的根源，只是这些代表收益的信号的出现。如果奖励的额度足够大，多巴胺就会形成对这种提示的“永久性”记忆。在老

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鼠意识到某种特定声音预示奖励即将到来的情况下，即使上次听到这个提示音或得到奖励的时间已经过去了 4 周①，只要是再次听到这种提示音，老鼠大脑伏隔核中的神经元也会被激活。

在认识到给我们带来财富的某一种或某一类模式之后，相同的刺激就会导致我们的大脑释放多巴胺，因此，刺激的来源并不是真正收获这些财富。投资者想当然地相信：未来就在他们的脑袋里，至于这种信念的背后是否存在客观可信的依据，似乎无关紧要。这种效应随重复次数的增加而增强。体验的次数越多，我们从发财致富中体验到的冲动就越有可能前移：从实际获得收益的时刻，提前到我们认为财富即将来临的那一刻，而且感觉其强度会愈加强烈。

里德·蒙塔哥和美国埃默里大学神经科学教授格里高利·伯恩斯通过实验研究人脑是怎样习惯于下意识地去预测的。具体步骤是：你可以用双手的食指按下身体两侧的触摸板。在眼睑的上部有一个显示区，你可以按下左手食指，选择左侧的一个红色方框，或是按下右手食指，选择右侧的蓝色方框。两个方框之间有一个“滑动条”，可以上下滑动，显示出我的选择到底是赚钱还是赔钱。你的目标就是尽可能地让滑动条向上滑动，从而赚到更多的钱。与此同时，核磁共振成像扫描仪的磁场会跟踪头部血液中氧气含量的涨落，从而根据你的思维变化情况绘制出一张神经热点图。

在挑选左侧或右侧方框的同时，你需要尽力猜测什么样的顺序可以带来数量最多的奖励，同时，少量液体会通过连接到奶嘴上的一根管子喷入你的嘴里。一根管子喷出的是含热带水果口味的饮料，另一根管子喷出的则是清水，但并不是每次选择都会有水喷出。

方框和喷水的出现完全是随机的。不管你怎样努力，都无法确定下

① 对于老鼠来说，4 周是非常长的时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一次应该挑选哪个方框，因为滑动条始终围绕中点上下跳动，而不是如你希望的那样持续上升。就在这时，你突然惊奇地发现，滑动条竟然直线蹿升。而你在这一瞬间也突然发现，你一直在用左手食指近乎疯狂地点击红色方框，右手食指却一动未动。非常简单，大脑的反射系统已经本能地找到了“赚钱”的模式，而思维系统还在煞费苦心地忙于分析。在大脑思维部分还在推断什么样的选择顺序最有效时，反射部分中的伏隔核却突然意识到，只有在挑选左侧方框的时候，才会有甜水喷出。因此，尽管根本就不知道自己此刻在做什么，但你已经开始每次都选择左边的方框了。结果表明，这也是唯一能让滑动条上升到最大奖金的方法。当大脑底部迸发出多巴胺信号的时候，受到刺激的伏隔核便会专心致志地去执行下意识的快速模式识别任务，尽管你根本没有意识到自己正在做的事，但已经开始驱使你的投资大脑去进行预测了。

对于多巴胺和投资回报，沃尔弗拉姆·舒尔茨、里德·蒙塔哥等研究人员给出结论：当回报从预期成为现实的时候，多巴胺神经元就会进入静止状态，尽管回报本身也意味着一种刺激，但是当预期丝毫不差地成为现实时，此刻的神经系统一点也不会兴奋起来。只有不断地提高刺激度，才能让神经保持相同水平的活跃度。如果期待的回报没有实现，多巴胺就会干涸。

第三节 情绪的脑神经科学解释

只要同一种刺激连续出现两次，我们的大脑就会不由自主地去期待这种刺激的第三次出现。

——斯科特·胡特尔

脑神经心理学把大脑结构和活动与人的心理活动结合起来进行研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究，通过解剖和试验检测，发现了很多有趣的结果。这些研究可以用来解释投资者的一些行为。

3.1 参与情绪管理的大脑结构

海马体是一个新月形块状组织[1]，位于耳内侧 2.54 厘米深的大脑中部。作为反射系统的一个关键组成部分，这里有大量的神经元，这些神经元在识别不同环境特征方面具有不可思议的能力，也被称作"位置细胞"(place cell)。位置细胞可以让我们在黑暗中摸到所需的物体，而不需要借助于任何意识性思维。

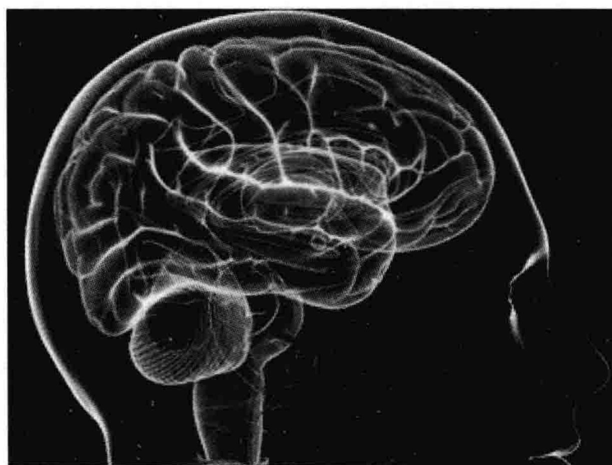


图 6-6 海马体

海马体是记忆储存仓库，一旦周围环境中出现重要的相关事物，只要再次遇到这一事物，海马体中的一个位置细胞就会被激活，而且精确度也高得惊人。出租车司机的大脑中一般有一个比常人大的后海马体，他们需要不断地识别城市路标，记住交通路线，这自然会导致该部位的

① 其解剖形状类似海马。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位置细胞不断增长。

我们大脑中心深处和耳朵平齐的部位，有一个很小的杏仁状软体组织，名曰杏仁体。在我们面对潜在危险的时候，反射系统的这一部分就会发挥警报系统作用——产生恐惧和愤怒等燥热猛烈的情绪，并会像狼烟一样刺激思维系统，使之进入活跃状态。

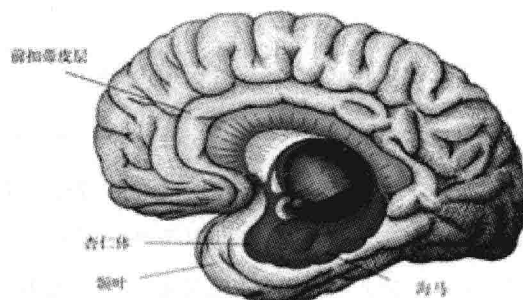


图 6-7　杏仁体

杏仁体可以在瞬间把我们的注意力集中到任何新奇、不常见、快速变化或是毫无缘故的恐惧上。杏仁体与操纵面部肌肉、控制呼吸和调节心率的部位相连。由杏仁体发出的神经纤维还可以刺激大脑的其他部分释放肾上腺素。看到一条蛇或是看见一个物体迎面飞来，此时，思维

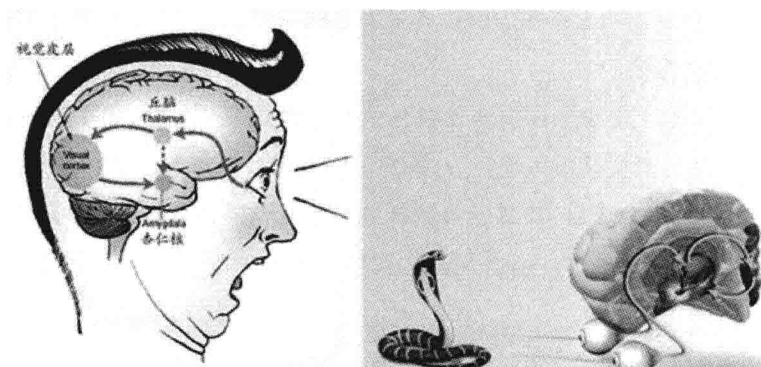


图 6-8　大脑对恐怖事物的反射过程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系统还没意识到，但杏仁体只需1/30秒的时间就会让我们迅速跳开、缩头或是采取任何躲避性措施，这些反应会让你在最短的时间内逃离麻烦。而在投资上亏损，甚至是觉得自己会赔钱，也会让投资者产生畏惧。


阅读资料

杏仁体对于威胁性语言的反应①

杏仁体对人类用语言传递的威胁信息极为敏感。脑部扫描显示，相比“毛巾”“信息”“数字”或是“钢笔”这些词汇，我们的杏仁体对“杀”“危险”“刀”或是“折磨”这样的词汇更为敏感。法国研究人员最近发现，一个与恐怖有关的词即使只持续0.012秒的时间，都可能会让你浑身冒冷汗，而这比我们眨眼的时间还要快25倍！两个令人惶恐不安的词足以改变我们的记忆。在心理学家伊丽莎白·洛夫特斯（Elizabeth Loftus）的一个经典实验中，实验对象观看一段交通事故的片段。其中，一部分观众的问题是“两辆汽车碰到一起”时有多快，而另一部分观众的问题是“两辆汽车撞击到一起”时有多快。尽管他们观看的录像完全一样，但是听到“撞击”一词的实验对象对车速的估计要高出19%。“碰”这个词听起来似乎还不够恐怖，但“撞击”显然就要吓人得多。杏仁体中发生的明显变化，使记忆蒙上了一层鲜明的感情色彩。

人类本能上会惧怕任何传递警告的社会性信号。例如，如果看一段交易低迷日的证券交易所电视片段，再配上一些可以刺激杏仁体的情节，比如闪电、叮当作响的大钟、震耳欲聋的噪音和令人惊恐的辞藻，比如听到有人说“这只基金真是要了我的命”或是“买那只股票无异于用手去接从天而降

---

① 参见《错误记忆研究大师——伊丽莎白·洛夫特斯》，http://www.psychspace.com/psych/viewnews-518，2014年9月15日访问；〔美〕伊丽莎白·洛夫特斯、凯瑟琳·克禅：《当心！你的记忆会犯罪》，王兮译，山西人民出版社2010年版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的快刀”时，人们就会焦躁不安，甚至在不到 1 秒钟的时间里，就会冷汗淋漓，呼吸急促，心跳加速。

在你手气正好、一次次赢钱的时候，反射系统中的三个中枢即丘脑、苍白球（globus pallidus）和膝下沟回（subgenual cingulate）会激发。丘脑是一个延伸至颅骨中心的胃囊状团块组织，它的作用相当于一个中转站，向大脑的其他中枢传递来自外部世界的感觉印象；苍白球是一个苍白色的小球，紧邻丘脑，它的作用是对奖励和惩罚进行跟踪；膝下沟回则位于前额叶皮层的内边缘，并在这里转回到前额的后面，它也是三者当中最有意思的。当大量多巴胺涌入膝下沟回的回路时，人就会出现狂躁症状。狂躁症的病变部位，与因赚取大量金钱受到刺激从而进入活跃状态的大脑部位恰好相同，当投资者觉得自己“手风正顺”，觉得自己能看穿未来，而且还相信自己的成功将一发而不可收时，就会像那些狂躁症患者一样，不断犯下同样的错误。

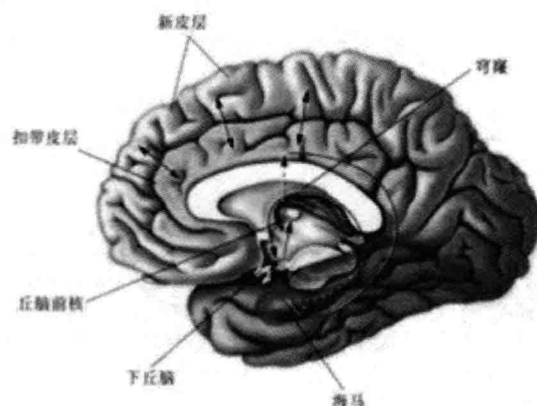


图 6-9　大脑反射系统主要构造

三个中枢部分大脑皮质正好位于一个带状组织上面，这个带状组织盘旋在脑边缘系统的上面。前扣带皮层中的神经元能在不到 0.3 秒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的时间内，对各种意外或冲突作出反应。[①] 前扣带皮层的刺激源既有携带奖励信号的多巴胺神经元，也有作为危险反应中枢的杏仁体神经元。此外，它还与大脑中心部位的丘脑紧密相连，这有助于我们把注意力集中到感觉器官（如视觉、听觉和嗅觉）接收到的信号。前扣带皮层还与反射系统的另一部分下丘脑相互连接，下丘脑的作用类似于一个自动调节装置，它调节脉搏、血压和血液循环系统，从而使生命指标随时保持适当状态。当意外刺激你的前扣带皮层时，它反过来会敲打下丘脑，让你的内部调节装置进入失衡状态。

在上脑内边缘，皮层其他几个部分页瓣的下面，有一个名为脑岛的区域。脑岛是我们评价疼痛、恶心和内疚等消极事件的主要反应中枢之一，显然，赔钱就能给你带来这样的感觉。脑岛前部铺满了一层名为梭形细胞的特殊神经元。[②]

脑岛是大脑把瞬间感觉刺激转化为意识性感觉的主要中间站。脑岛和大脑内的多个重要部位通过内部联结密不可分，比如说：对感觉性刺激进行分类识别以及对基本奖励进行对比的脑丘；处理恐惧感的杏仁体；感受意外和冲突的前扣带皮层；以及评价“事物本来面貌”的眼窝前额皮质。

---

① “史楚普实验”（Stroop Test）是认知心理学里最有名的实验，由美国心理学家约翰·里德利·史楚普（John Ridley Stroop）在1935年首次提出。该实验主要内容就是让你分辨不同单词所在背景的颜色。第一个变化几乎就会让你感到出乎意外，即使能答对，也会令你煞费苦心或费尽周折。但是，在经过几次失误之后，识别过程就会变得越来越简单。普林斯顿大学的神经生物学家乔纳森·科恩（Jonathan Cohen）发现，在史楚普实验中，如果某个步骤的失败让你的前扣带皮层越活跃，那么你就能越快地在下一个步骤取得成功。因为在第一个步骤里，前扣带皮层会提醒出错的问题，于是它会让你调节自己的行为，以便在下次作出正确的选择。

② 令人不可思议的是，这些细胞还携带一种人脑中极为罕见却在消化系统（尤其是结肠）中大量存在的分子。在结肠中，这种细胞刺激肠壁肌肉收缩，从而促进食物在肠道中运动。脑岛中的梭形细胞可能会和你的肠胃系统同步触发。几十年前，科研人员发现，通过电流直接刺激脑岛，会产生强烈的恶心和难以忍受的呕吐感。患有局限性肠炎的人对恐怖影视情节或是令人恶心的场面反应尤为激烈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

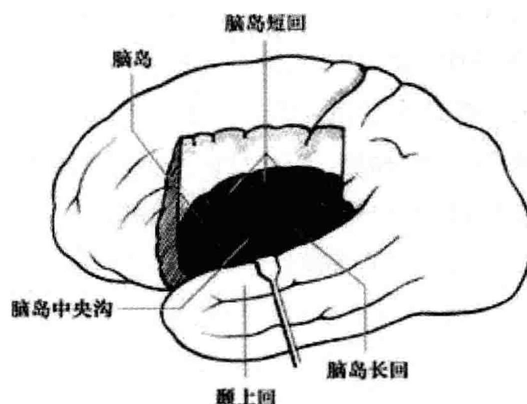


图 6-10 脑岛结构

3.2 恐惧与厌恶

投资者的恐惧情绪主要和杏仁体的活动有关。德国明斯特大学彼得·肯宁(Peter Kenning)通过大脑扫描发现,当投资者考虑投资国外市场时,大脑的恐惧感中心——杏仁体就会进入活跃状态。这个发现可以解释为何投资者更愿意投资自己身边的或熟悉的投资标的,尽管他们未必真正了解这些被投资对象,但是这样做能带来安全感,而在不熟悉的对象上投资,可能因为内心恐惧而无法实行。投资者的恐惧完全来自大脑反射系统。

厌恶是一种痛苦感受。对赌博者的脑岛试验发现:脑岛在赔钱后表现出的活跃程度约为赚钱后的 3 倍。与此同时,在下赌注之前,如果实验对象根据前几次经验觉得会输钱,脑岛的活跃程度会超过预感赢钱的 4 倍。脑岛的反应越剧烈,在随后下赌注时就越有可能选择风险较低的赌注。①

① 最新研究显示,人们在商店里购物的时候,如果商品价格过高的话,脑岛就会被激活,说明只要想到花钱太多,就能让人们感到痛苦。如果损失了一笔钱,痛苦程度应该更严重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杜克大学斯科特·胡特尔(Scott Huettel)精神病学实验室曾做过一个实验,在磁共振成像扫描仪中,实验人员演示了3个老虎机:黑色老虎机的结果基本是不赔不赚;蓝色老虎机有输有赢,但金额都不大;而红色老虎机的结果通常是大额输赢。每当受试者决定选择蓝色或黑色的老虎机时,脑岛正前部都会进入活跃状态。在选择较危险的红色老虎机时,这部分的活跃程度就会直线飙升。此时,脑岛会始终处于高度活动状态,受试者心跳加快,胃部感到不舒服,直至作出下一次选择时才会平息下来。实验结果是在70%的情况下,受试者会放弃冒险,转而选择较安全的老虎机,这也让损失达到了最小化。



阅读资料

脑岛反应让投资者远离危险①

斯坦福大学的布赖恩·克努森和卡梅利亚·库宁(Camelia Kuhnen)把实验对象放在磁共振成像扫描仪中,然后给他们一个简单的选择:要么投资两只股票中的一只,要么投资债券。实验过程如下:首先告诉你,一只是"好"股票,一只是"坏"股票,但你必须猜出哪只是"好"股票,哪只是"坏"股票。低风险股票有50%的可能赢50美元,25%的概率不赔不赚,25%的概率输10美元。而高风险股票的概率分布则是:盈利10美元——25%,不赢不亏——25%,亏损10美元—— 50%。在游戏进行到一半的时候,两只股票的盈亏概率互换。债券则始终保持1美元的盈利。每轮完成选择后,你不仅知道自己在本轮的输赢如何,还可以了解到选择其他两者可以得到的结果。实际结果和其他两种可能结果的差异越大,你的脑岛就会变得越活跃。此外,如果脑岛因选择股票而变得越发火热,你就越有可能在下一轮中选择较安全的债券。既然赔钱会刺激大脑中的恶心中枢,你自然会选择

① 参见〔美〕贾森·茨威格:《当大脑遇到金钱》,刘寅龙译,广东经济出版社2009年版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远离危险。实验者让脑岛因受外力撞击而受损的人参与了一场投资游戏。每个人在游戏开始时手里有 20 美元。全部游戏共 20 轮，在每一轮中，他们都可以选择投资 1 美元，或是静观其变。如果选择投资的话，实验人员就扔出一枚硬币：如果硬币落地时正面向上，患者就输掉这 1 美元；如果背面向上，患者就可以赢 2 美元。正常人在玩这个游戏时，如果在前一次掷硬币时赔钱的话，选择继续投资的概率是 60%。但脑岛受损患者在这种情况下，选择继续的概率居然达到不可思议的 97%。“恶心”回路的失灵，导致他们可以对过去的损失麻木不仁，更不用说未来的损失了。

恐惧和痛苦都是人类大脑下意识的反应，人们在投资时也会自然而然地选择让自己感到舒适的方式，但这种建立在反射系统上的投资行为模式是有缺陷的。我们在下一章会继续讨论。

3.3　快乐与悔恨

人在快乐时，大脑中的一些部分会非常活跃。威斯康星大学神经学家理查德·戴维森（Richard Davison）把大脑扫描仪和电子记录仪安置在头皮上，他发现较快乐的人前额叶左侧更为活跃。前额叶左侧神经元的活跃，有助于摆脱消极情绪，让我们去追求更积极的目标。[1] 前额叶左侧活动较强的投资者，更容易记住最近赚钱的经历。

在人类大脑的前额叶皮层中，有一个被称为“布罗德曼 10 区”的软组织，大约为其他灵长类动物的 2 倍，而神经元的排列密度则是灵长类动物的近 4 倍。布罗德曼 10 区与眼窝前额皮质（或称 OFC）位于同一神

---

① 解剖发现，患有严重抑郁症的人，前额叶左侧的细胞存在严重的萎缩现象。佛教僧侣要常年练习打坐静思，以达到内心世界的平静。研究显示，在他们的大脑中，前额叶左侧的活动程度明显偏高，即使他们在没有思考任何问题时，也会表现出较强的活动性。神经学家理查德·戴维森发现前额叶左侧活动更强的人，在注射流感针剂之后会产生更多的抗体，这表明他们的免疫系统更强大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经区，和腹内侧前额叶皮层（或称 VMPFC）一起，共同构成大脑评价实际收获和预期收获的主要区域，懊悔大多是在 OFC 中产生的。此外，OFC 与大脑中处理记忆、情感以及味觉、嗅觉和触觉的其他部分密切相连，这也许可以解释：我们的懊悔感为什么会如此令人心碎。

美国神经系统学家乔丹·格拉夫曼（Jordan Grafman）对一批在越战中大脑前额叶受损的退伍老兵进行了研究。由于 OFC 和 VMPFC 受到破坏，这些患者在规划子女未来的大学教育费时，花费的时间要比正常人少一半，而且很少去想如何为自己的退休生活进行储蓄。此外，他们在发掘增加收入的新途径方面也极为困难。其他患有类似脑部疾病的人也存在此类问题：把大笔钱财浪费在低档珠宝上、未加思考便贸然与他人合作、涉足高风险业务，或不计后果地取消高档轿车保险。在问及以往让他们感到悲伤或害怕的经历时，VMPFC 患者虽能清晰回忆起当时的情形，却无法像正常人那样，在回忆时出现出汗或心跳加快的迹象。爱荷华大学所做赌博实验发现：在一半的时间里，VMPFC 患者能识别出哪些赌注更有可能输钱。但在一半以上的时间里，他们继续选择赔钱的赌局。这说明他们似乎无法产生懊悔情绪，而对于正常人而言，懊悔情绪会强制性地阻止一些行为继续发生。

在一项研究中，A 老虎机分别有 50% 的机会获得 20 美元或一无所得，而 B 老虎机则有 25% 的概率得到 20 美元，75% 的概率无收获。大脑扫描显示，受试者在 B 老虎机下赌并一无所获时，OFC 中的神经元基本不作反应。但在 A 老虎机上错过得到 20 美元的机会时，OFC 的神经元就会激发。在赢钱机会为 50% 时，错过赢钱会迅速触发懊悔情绪。而赢钱可能性微小时，较少机会产生懊悔情绪。也就是说，你认为赢钱的概率越高，没有赢钱给你带来的懊悔就越大。

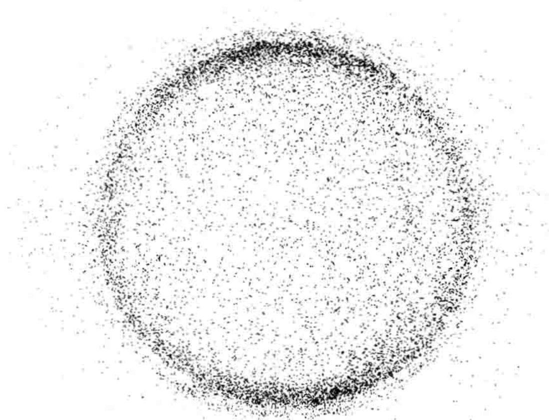
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

你的情绪波动决定了亏损或是赚钱

作为个人，罕有精神失常者；作为群体，罕有理智健全者。

——尼采



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心理和情绪对于投资行为的影响，在神经生理学和神经经济学未取得突破性进展时，就只是人们的一种模糊感觉。技术派大师每次都已走到了心理和情绪研究的边缘，但最终却无功而返。这是一个神秘且难以入手的领域。在我们了解了投资心理和情绪的神经科学基础之后，我们可以把一切投资行为建立在直觉模式或者分析思维模式，以及这两种模式的转化过程之中。本章将引入行为金融的前沿研究成果，结合神经科学的发现，尝试用行为金融理论分析投资者的行为。

第一节　前景理论诠释的投资者行为

市场总是被高估或低估，因为人们总是贪婪或恐惧。

——威廉·格罗斯

心理学家卡尼曼(Kahneman)和他的同事因前景理论而获得了诺贝尔经济学奖①，他们研究的成果可以直接用于解释投资者的行为。这样我们就有了生物性之外的第二种解释模型。

1.1　心理参考点和投资心态曲线

前景理论给出的投资者价值曲线是非对称的 S 型。在收益区(第

① 前景理论是心理学及行为科学的研究成果。前景理论由卡尼曼和特沃斯基提出，通过修正最大主观期望效用理论发展而来。卡尼曼就因前景理论而获得 2002 年诺贝尔经济学奖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、二象限)是凹函数,在损失区(第三、四象限)是凸函数。这是数学语言,翻译成投资界能够理解的话,就是在收益区,投资者厌恶风险;而在损失区,投资者偏爱风险。另外,非对称表现为S型曲线的上半部比下半部更低矮,走势更和缓,也就是上半部较扁平,下半部比上半部瘦长。①

这里的收益并非绝对量值,也不是对收益的客观度量,而是一个相对概念。这就是为何在坐标轴原点,价值也为零的原因。这是一个进行比较的参照系,因此可以设为零。认知心理学早已证实人们在作出选择时经常与参考水平进行比较,我们在现实生活中很容易找到这样的证据。

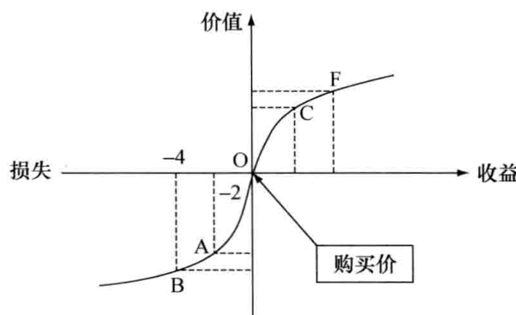


图 7-1　价值函数

图 7-1 中,我们将原点 O 视为价格均值,在这一点上,主观上看,价值变化为零。价格在 O 点左侧,则价值为负数,意味着损失;在 O 点右侧,价值为正数,意味着收益。我们在分析时,也可以将 O 点看作是购买时的价格。由于股票价格总是变化的,因此在大多数时间,一般都不在原点上。如果在损失区移动,则股价处于下跌过程中,股票被套,比如处于 A 点。而根据凸函数的特点,同样幅度的价格下跌,主观上感知的价值减小量呈现出边际递减规律。投资者在价格一开始偏离原点向左移动时会感到痛苦,但是随着价格继续下跌,这种痛苦感受会变得越来

① 价值曲线损失区的斜率大约是受益区斜率的 2.5 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越小。正如我们常看到的，股票刚被套时，投资者的情绪是最糟的，当股票继续下跌时，投资者的难受程度没当初那么严重了。一旦价格回升，就可以得出正相反的结论——直觉上会发现价值提高的幅度越来越大了。对于一些被套时间很长的人或者害怕价格走势逆转的投资者而言，越接近 O 点越有动机将股票卖掉解套。而对于在 B 或 A 买入股票的投资者来说，在价格回归 O 点过程中卖出套现的动机同样很强，这是因为当价格在向 O 点右侧移动时，由于凹函数的特点，直观感受到的价值增加量越来越小。

类似的，我们可以分析价格上涨时，投资者对于价值变化的感受。价格上涨也具有边际价值递减特点，开始时较明显，感觉价值增加的幅度很大，之后同样的价格上涨幅度，带来的价值增幅越来越小。反之，当价格回落时，会感觉到价值缩减的幅度越来越大。从投资心理角度看，当感受到已经赚得的利润越来越快地被侵蚀时，投资者可能会急于出售，锁定已经获取的利润以免最终蚀本。这可以解释为何出现价格连续下跌时，容易引发大量抛盘。[①]

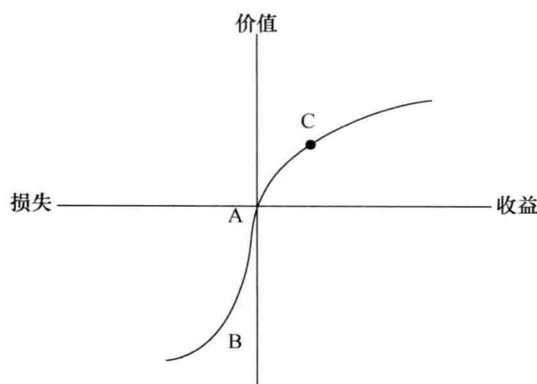


图 7-2 价值函数的非对称性

---

① 针对约 200 万次交易的分析显示，股价在上涨之后出现大跌时，芬兰投资者卖出股票的可能性为 32%。以色列的职业资金经理人持有亏损股票的平均时间为 55 天。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从图 7-1 价值函数上我们可以看到，A—C 之间是主观价值变化幅度最大的区间，投资者受到的诱惑也最大。还有一个有趣的特点，就是距离 O 点两侧同样距离的价格点，凸函数一边增加的价值幅度小于凹函数一边减少的价值幅度。比如，投资者感受到股价上涨 3 元（从 O 点到 C 点）增加的主观价值比股价下跌 3 元（从 O 点到 A 点）引发的主观价值减少量小。因此，股价下跌给投资者带来的痛苦要比同样幅度的股价上涨带来的快乐多。

1.2 寄望一夜暴富，恐惧一贫如洗

不知为什么，在国内，越是刚进入股市的散户，越是寄希望于能够走个狗屎运，买哪只股票，哪只股票就飙涨，最好是能够一夜暴富。做着这样发财梦的人不是少数。这是“穷疯了后遗症”吗？前景理论给出了一个解释。

图 7-3 是前景理论给出的决策权重函数，纵轴是期望概率，虚线是投资者在决策中考虑概率时的情形。如果我们将 50% 看作是一个不大不小的概率的话，低于它的概率算是较低概率，高于它的是较高概率。

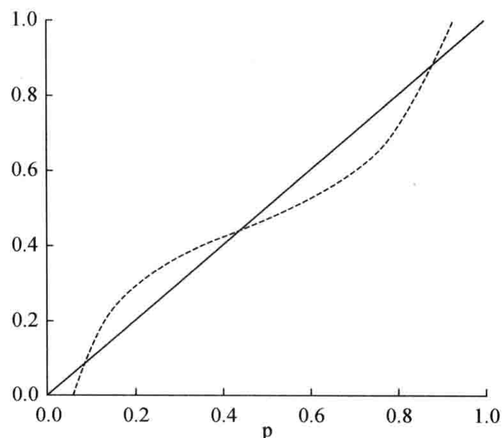


图 7-3 决策权重函数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从图上可以看到,投资者认为较小概率事件发生的机会要比实际概率高(虚线在直线上面的部分),而较大概率事件发生的机会要比实际机会低。当然,对于特别大和特别小的概率事件,正常人的期望还是处于合理范围。

一夜暴富或者一夜间变得一贫如洗的机会是有的,比如投资者孤注一掷地用全部资金甚至加上杠杆或沉重负债去作一项投资,结果便是如此。但是,有句话说得好"不作死就不会死",那样干的人本来也算不上是正常人吧。如果你采用正常的投资方式,那么就不必寄希望于一夜暴富了,这个不会有。当然,"一夜回到解放前"的事情,发生的机会也极小。尽管道理是这样讲,但事实上,大多数正常人是无法避免出现这样的认知偏差的,会愿意冒风险去博取不太可能获得的盈利,或者在投资时前怕狼后怕虎,战战兢兢,无所作为。

决策权重函数还有一个特征是,在所有不确定事件和确定的事件之间进行选择时,投资者更看重确定性事件。这和神经心理学的研究结论是一致的,人类不喜欢不确定性。这也可以部分解释为何投资者总喜欢研究投资对象的规律和模式。人类喜欢掌控局面,同时也对憧憬或对小概率事件随时保持警惕。

第二节　投资决策的两大影响因素

主导投机性市场的,与其说是预测,倒不如说是情绪;与其说是针对下一次事件的先见之明,倒不如说是针对上一次事件的记忆。

——凯恩斯

心理偏好及认知偏差和情绪(或者情感)是投资决策的两大主要影响因素。前者属于分析思维范畴,而后者属于大脑的直觉反应系统(反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

射中枢)。[①] 这两个系统在投资决策中起到替代和互补的作用,通过对接收到的事实和环境因素进行加工处理,形成决策,并动态地对以上因素的变化作出反馈。

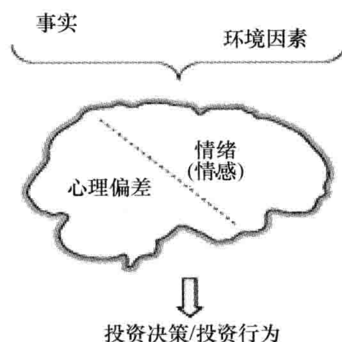


图 7-4　大脑决策的输入、处理和输出

2.1　投资者的模式识别和预测癖好

人类的智慧之所以超越一切动物,笔者认为预测和预期的努力和能力至关重要。预测(forecast)和预期(expectation)不同,前者讲求尽量客观准确地判断未来发展格局,是建立在分析和模式识别基础之上的;而预期虽也是对未来作出推断,但更为主观,打上了思考者的希望和期望的深刻烙印。

人类对于确定性的追求,催发了一切分析和研究活动。对于投资者来说,就是努力找出投资标的的价值变化规律。心理学教授乔治·沃尔福德(George Wolford)曾以"人类为何总认为自己能识别根本就不存在的模型"为主题,针对"脑裂患者"进行了实验研究。在一个典型的实验中,研究人员把两束光线照到屏幕上,一束光为绿色,一束光为红色。在

---

① 这只是粗略和不准确的划分。随着神经科学的发展,对于反射中枢和大脑分析思维部分的结构和功能了解得越多,可能会发现无论心理偏好、认知偏差还是情绪,它们在生理结构上都是相互联系,很难清晰区分的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每5次实验中，有2—3次是绿光，1—2次则是红光，但出现顺序完全是随机的。这些患者的左右脑半球的神经连接受到了损伤，在看到不同颜色的光束时，只能用大脑右半球进行反应。在经过一段时间之后，他们可以逐步适应并能猜对绝大多数光束的排列顺序。但当受试者用左脑试图预测光束的准确序列时，猜测的总体精确度却大幅下降。乔治·沃尔福德由此得出结论：在人类左脑里，似乎存在着一个专门的模块，驱使人们去搜索某种模式和因果关系，而被观察的现实根本就不存在这样的模式和关系。①

显然人类左脑执着地为一切观察到的事物寻找模式的做法，就是投资者采用各种分析方法的根源所在。传统金融学理论如此精巧，也是建立在市场有序和有效的基础之上的。事实上，从局部和短期看，金融市场的随机性丝毫不亚于这些光束，而变化之复杂也超过了人们的想象力。专业投资人士每天都在微调自己的认知模型，以便能够更好地预测未来和指导投资。这种努力也许是完全徒劳的。既然这是根源于人类本性的行为，我们无法阻止自己不这样做，只是应该随时提醒自己不要迷失在牛角尖里。人类发明了智商（IQ），用来表示人类的识别能力。既然人类无法识别复杂的随机现象，IQ对投资者的作用似乎并没有人们认为得那么重要了。

纽约大学的神经学家保罗·格林切尔（Paul Glimcher）感叹经济界人士在分析金融决策的时候，仿佛完全是在探讨超越现实的理性逻辑问题，根本就不会意识到其中的生物性本质——在进化过程中，人类曾面对无数挑战，并作出一个“适者”应该作出的决策，人类无时无刻不在感知所谓的模式，从支离破碎的证据中轻而易举地得出结论，过分依赖于

---

① 著名脑科学家迈克尔·加扎尼加（Michael Gazzaniga，被誉为“认知神经科学之父”）把大脑的这个部分戏称为“翻译器”。他认为，假如数据本身确实存在某种模型，而且这个模型又不太复杂，这也许是件好事。但他又警告，无休无止地去寻找随机性的答案和模型或是极度复杂的数据，绝不是什么好事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短期模式去规划长远未来。

心理学家指出，如果老鼠和鸽子知道股票市场是什么东西，它们肯定是比我们人类还出色的投资家。他们的理由是啮齿动物和鸟类只是在自己的能力范围之内去识别某种模式，而绝不会越雷池半步，这就会让它们在随机性事件面前表现出一种与生俱来的退却，但人类似乎不愿意受制于这样的约束。和其他动物不同的是，即使是被告知某个事物是无规律的，人们仍会义无反顾地从中寻找规律性。不懂得见好就收，执意不断拓展认知领域，人类的这种模式识别和预测癖好，到底是一种进步还是缺陷呢？我们还是以上面那个红绿光束实验为例，红光和绿光分别用"R"和"G"表示。比如，第一轮实验顺序可以是"RGRGGGGRGGRGGGR"，另一轮实验的顺序则是"GGGGRGGGRGGGRRGRGGGGGGG"。猜测出下一次出现的光束颜色，最好的策略就是每次都猜绿色，因为如果猜绿色的话，猜对的概率是60%—80%。然而，大多数受试者仅仅有选择地猜绿色，尽管被提醒光线颜色的顺序完全是随机的，但人们还是执迷不悟地坚持自己的方法。实验结果显示平均成功率远低于60%，而且随着实验次数的增加，成功率也越来越低。



三次成趋势[①]

脑科学和心理学家已经指出，辨识长期趋势、认识随机性结果或同时剖析多种因素之类的问题不是人类大脑的特长，但投资者不得不经常面对这样的挑战。投资界对于预测的依赖程度之重，难以避免同类错误一再发生。正如加州大学伯克利分校经济学教授马修·拉宾（Matthew Rabin）指出的那样：任何人只需要公开作出一两次准确预测，就可以马上被当作天才的预

① 参见〔美〕贾森·茨威格：《当大脑遇到金钱》，刘寅龙译，广东经济出版社2009年版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

言家。人们似乎愿意相信，屈指可数的几次撞大运，就是值得信赖的长期预测模型。而实际上，对市场进行连续预测的效果之差，已经是众所周知的事实了。

人类大脑似乎既轻信又喜欢马上下结论。杜克大学的精神病学教授斯科特·胡特尔(Scott Huettel)发现，**只要同一种刺激连续出现两次，我们的大脑就会不由自主地去期待这种刺激的第三次出现**。斯科特·胡特尔及其同事向参加实验的人员显示了一系列圆圈和方框，并清清楚楚地告诉他们，每一个符号的出现完全是随机的。例如，在进行了 10 轮实验之后，可能会出现这样的结果：●■●●●■■●■■或是■■■●■●●■●■。研究人员由此发现了一个简单却令人震惊的结果：当人们看到单一的■或●的时候，他们无从知晓下一次会出现什么符号。但在出现■■之后，他们就会不自觉地认为，随后将出现第三个■；在出现●●之后，他们则会下意识地预测出现●。总之，在神经经济学中确实存在这样一种说法："三次成趋势"。

人类具有依赖近期结果而不是以长期经历对可能性作出估计的倾向性。在确定未来最有可能发生的结果时，发生时间最短的事情，对这个决定的影响也越大。近期经历往往在我们对事物的评价中占据更大比重，比如最近 5—8 次平均值，或最近 3—4 次经历。但是，在现实世界里，我们找不到任何符合逻辑的依据证明：近期发生的事情会对未来有所影响。

加州大学伯克利分校的金融教授特伦斯·奥迪恩(Terrance Odean)曾对美国家庭交易过的 300 多万只股票进行了研究。特伦斯·奥迪恩说："一般来说，投资者会因为近期股价的持续上涨而买进某只股票，而并非只有前一天的暴涨才能提高投资者的买进热情。因此，促使投资者买进股票的动力，是近期的上涨以及他们所感受到的某些长期'趋势'的共同作用。"研究人员对数百名散户投资者作出的预测进行了调查，结果显示，他们在对未来 6 个月股票回报进行预测时，对前一周股市的依赖程度是对前几个月股市情况的 2 倍。这就给了我们一个深刻的教训。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预期总是和预测纠结在一起，布赖恩·克努森发现，在大脑反射部分对收益数量的变化高度敏感时，它对收益实现概率的变化就会变得极不敏感。事实上，投资者更喜欢问“多少”，而不是“有多大可能”，因此，潜在的收益越大，我们就会变得越贪婪，而根本就不会考虑拿到这笔收益的概率有多小。我们后面还会更深入探讨贪婪这个话题。

2.2 积极和消极情绪的“无形之手”

心理学家安东尼奥·达马西奥(Antonio Damasio，1994)的研究显示情绪在决策上起至关重要的作用。人们纠结于坏情绪时，一般会作出非最优的决策。心理学研究数据统计显示，积极情绪通常使人作出更乐观的决策，而消极情绪使人作出更悲观的决策。① 市场的波动似乎可以主要归因于投资者的情绪。② 比较有力的证据是市场表现与天气变化的影响，以及体育比赛结果与市场表现的相关性，如足球世界杯赛被淘汰的球队，其国家的市场下跌明显。③ 市场情绪的来源包括认知因素、生

---

① 在一项问卷调查中，情绪愉悦的人认为“一年内，我会遇到一位新朋友，我们将成为非常好的朋友”的可能性为84%，情绪低落的人则认为自己遇到这样一个人的几率仅有51%。另外，当被问及“未来五年内我被卷入严重交通事故”的可能性时，情绪低落的人认为发生的机会为52%，而情绪愉悦的人则认为他们遇到的机会仅为23%。

② Stein(1996)提出市场时机假说(Market Timing Hypothesis)，指出投资者的非理性行为导致公司的市场价值偏离其基础价值。Mehra与Sah(2000)发现小的情绪的波动会带来资本价格的显著波动。Schwarz与Clore(1983)发现甚至是不相关的暂时性情绪状态在决策制定时也会对长期风险收益的权衡带来影响。

③ 有两项研究检查了股市对受欢迎的体育比赛失利的反应。第一项研究调查了39个国家的股市收益对超过1 000场足球比赛结果的反应。在足球赛失利的第二天，失利球队的国家的股市平均下跌了0.21%。如果是淘汰赛的话，下跌幅度是0.38%(对世界杯赛是-0.49%)。对于那些足球一向表现好的国家，股市的反应则更为强烈。对于板球和篮球赛的失利，股市下跌幅度分别为0.19%和0.21%。而在球赛取胜后，没发现股市受到影响。第二项研究调查了美洲赛之后的球队所在地的股市收益情况。在比赛次日，失利城市所在的公司股票要比那些球队取胜城市所在的公司股票跑输了0.0575%。对于关键的比赛或者当失利球队被预期能取胜时，这种效应会翻倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理因素①和行为因素。在极端的情绪反应下（无论是积极的还是消极的），如果能够缓和一下情绪并尝试作出最好的选择，我们的境况会更好。② 而在异常混乱、无比复杂的情况下制定投资决策时，大脑会走入极端——要么赚得盆满钵满，要么输得一塌糊涂。

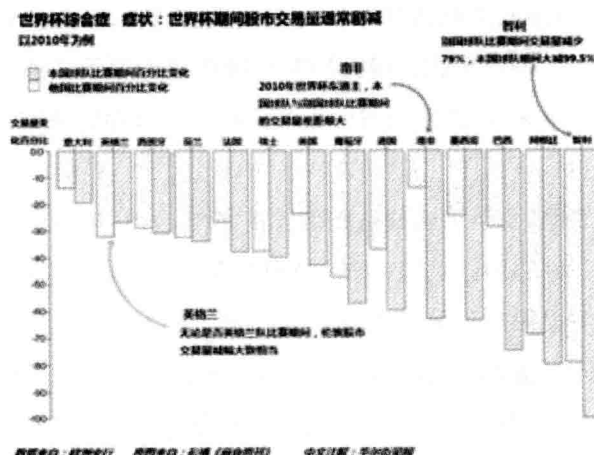


图 7-5 世界杯赛与股市交易量的关联性

情绪和股价涨跌是相互作用的。股价涨跌也导致投资者情绪变化。当市场走牛时，投资者会产生乐观情绪；当市场走熊时，投资者则会产生悲观情绪。同样的情绪在投资者之间的传染，形成市场群体情绪，放大了股市波动。

---

① Krivelyova（2003）发现地磁风暴影响投资者的情绪，继而影响到股票收益率。在地磁风暴更强烈时，美国投资者情绪会更悲观，对投资的期望偏向消极。在控制了市场周期等行为因素后，地磁风暴对股票收益率的影响仍十分显著。Lepori（2008）对环境压力和股票收益率之间的关系进行了实证研究，发现空气污染程度加大会导致投资者的负面情绪，使其减少对风险资产的需求。月相会影响人类的情绪和行为，心理学家发现了满月和情绪低落之间的相关性。有人研究了一个月相周期内世界上 48 个股票市场的收益情况。每年满月的七天左右时间里，股票收益率比新月前后要低 3%—5%。此现象在新兴股票市场国家比在发达国家更显著，对个人投资者所持的股票的影响也更显著。

② Kuhnen 和 Knutson（2005）研究发现，人们对风险寻求和风险厌恶的态度，实际上是由大脑中两个独立的神经回路控制的，即伏隔核和前丘脑。这两个区域分别代表预期的积极和消极影响。同时，这两个区域越活跃，投资者越可能在做下一个决策时犯错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认知和情绪对投资者有很强的影响。神经金融学研究发现认知和情绪具有互补作用。那些对盈利和亏损反应最强烈的人的交易表现最差劲,而情绪稳定的交易员表现更好。[①] 利用大脑核磁成像技术发现,人们对风险和不确定性的感受方式不同。不确定性似乎与情绪反应联系更紧密,而风险则导致认知反应。有人已经证明,当市场处于极度不确定时期(比如 2008 年次贷爆发初期),投资者发现无法通过分析思维系统正确估计未来收益时,会导致他们的行为从理性思考转向以情绪反应为主。

有证据表明,由于情感和认知偏差的影响,人们常作出带有偏见的非理性选择。好心境让我们对未来感到乐观,并影响我们的决策制定过程。心情很差或很压抑的人更挑剔,也更悲观,心情好的人则更乐观。心情好的人比心情差的人更容易采取冒险行动。过分乐观会扭曲一个人的信念和判断,会使乐观主义者去冒不必要的风险。以一般吸烟者为例。吸烟有害健康,这个事实对他们来说已经不新鲜了。这句警告语印在每个烟盒上,电视上也在提醒大家。人人都知道吸烟会增加患肺癌的机会,但吸烟者还是乐观地认为他们自己得病的风险小。心情好的投资者也可能受过分乐观之害,乐观从两方面影响投资者。其一,乐观的投资者在作出股票投资决策时往往不作深入的分析;其二,乐观主义者往往忽视或轻视负面信息对其股票的影响。换句话说,乐观的投资者坚持认为他们所选择的公司很优秀,即使这些公司传出负面消息他们也不会改变看法。一只股票的价格通常是被乐观投资者决定的。如果很多投资者都对一只股票表示乐观,另一些投资者表示悲观,那么股价将被乐观者决定。这是因为悲观者只是冷眼旁观,乐观者则会购买这只股票,

---

① 麻省理工学院金融工程实验室曾做过一项为期一个月的试验。投资者进行交易并对自己的情绪状态进行评价。实验结果显示:对货币收益或亏损情感回应强烈的投资者们的交易表现比其他人差得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过他们的购买抬高了股票价格，这使悲观主义者更悲观，但是冷眼旁观是影响不了价格的。如果一只股票的前景充满不确定性，它就会吸引到一大批乐观主义者和悲观主义者。对于不确定性很高的企业来说，乐观主义者往往会决定其股票价格，直到其不确定性消除，这个过程伴随着乐观程度降低和股票价格下跌。

情绪影响市场可以归结为两种：或是把或好或坏的情绪错误地作为对市场的乐观或悲观估计，或是热衷于在个别企业上过度投机，如做多或做空。

密歇根大学心理学教授诺伯特·施瓦茨（Norbert Schwarz）指出，反射系统的本性是对当前条件作出反应，尽管情绪会影响我们的瞬间行为，但决策结果能延续到这一瞬间之后。在心情极度愉快时，我们也许会承担通常状况下肯定会避而远之的财务风险；反之，在感到焦躁异常或惴惴不安时，我们则可能会回避一种在其他情况下坦然接受的风险。

我们在投资时必须尽量避免过度积极或消极情绪。过于自信和乐观容易发展为贪婪，过于担心、后悔则可能导致恐惧。而贪婪和恐惧又会带来或者加剧投资者的心理偏差，导致极端情绪与心理偏差的共振，进一步扭曲投资者的行为。威廉姆斯说得好：贪婪会导致我们做那些不应该做的事情。而恐惧则不同，恐惧会使我们不去做应该做的事情。

第三节　贪婪与恐惧

> 情绪会驱使股票市场走向某一个方向。很多时候，投资者的心理会加速市场的走向。每个人都会惊慌，我自己也惊慌过好几次，在股市赔了很多钱。当你们了解心理学后，对自己会有更深的认识。
>
> ——吉姆·罗杰斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技术分析大师马丁·普林格(Martin J. Pring)曾说过:恐惧和贪婪是使人丧失客观性的两大主要原因。要维持客观性,必须在恐惧和贪婪这两个破坏力极强的情绪之间找到某个中间点。就像一个跷跷板,一端是“恐惧“,一端是”贪婪“,两者都是基本的人性特征。前者来自人的防卫本能,后者源于人的暴富心态和过度自信。其实,所谓防卫本能,也可以理解为缺乏自信和对贫穷的过度担忧的结果。

3.1 贪婪带来厄运

投资者很容易因为连续赚钱或者赚了大钱而变得脑洞大开,此时多巴胺神经元就会迸发出强大的刺激冲击大脑其他部分,使得我们期待获得更多收益。如果这项收益是意外之财,多巴胺的刺激效果更为激烈,①会让我们不假思索地甘愿为了获利而冒险。这种情绪状态就是贪婪。贪婪加剧了投资者的过度自信心理,导致超买,加大了股市泡沫程度。

贪婪似乎和个人智商无关。既然受制于多巴胺的激发,聪明人也难以抗拒贪婪带来的巨大诱惑。1995 年,约翰·本纳特(John Bennett, Jr.)主理的新世纪慈善协会(New Era Philanthropy)因诈取大学、教会及基金会的一亿多美元而被解散。约翰·本纳特向投资者承诺在 6 个月之内本金翻番,很快就吸引了产业资本家劳伦斯·洛克菲勒(Laurence Rockefeller)、前美国财长威廉·西蒙(William Simon)和老虎基金的对冲基金经理朱利安·罗伯逊(Julian Robertson)的数百万美元。这些风云人物每个人都可以称得上顶级投资者,无法想象他们为何会上这样低劣的圈套。另外,企业在收购后获得盈利时,以后的收购交易赔钱的几率

---

① 对猴子进行的实验表明,在赢取报酬的概率是 50% 的情况下,大脑深处的神经元会在近两秒内以持续增强的方式释放多巴胺。而非常肯定的回报,却只能触发相对较短且是基本恒定的多巴胺。在获得意外收益时多释放的多巴胺让投资者过度自信,从而采取更激进的行动。沃尔弗拉姆·舒尔茨的解释是:和已经熟悉的刺激相比,多巴胺系统对新鲜事物更感兴趣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变大。成功往往刺激企业进行连续收购,统计数据显示这些收购却导致公司股价下跌了2%。商界传奇人物、前通用电气公司总裁杰克·韦尔奇(Jack Welch)也承认,收购证券经纪公司Kidder Peabody只是因为过去收购一直很成功,而对该公司缺乏了解,最终在这笔投资上通用电气足足损失了十多亿美元。在连续取胜的刺激下,尾状核、伏隔核以及海马体等反射结构依旧处于高度兴奋状态,因而也就无法迅速对已发生变化的收益模式作出辨别。这表明当投资者陷入贪婪情绪不能自拔时,负责情感的反射中枢取代平时正常运作的分析思维系统进行决策。换言之,投资者得意之下已忘形。



阅读资料

贪婪麻痹症①

美国加利福尼亚州理工学院的研究人员曾对毫无经验的赌客在最初连续赢钱后的情况进行了实验。实验参与者被要求在两堆纸牌之间作出选择:一叠纸牌可以得到大额奖金,但其中也夹杂着几张代表小额损失的纸牌;另一叠可以提供小额回报,但也包括几张代表大额损失的纸牌。不妨把这两堆牌分别称作"热门牌"和"冷门牌"。在实验进行到一半时,研究人员把两堆牌暗中调换了一下,这样,原来的"热门牌"变成了"冷门牌",原来的"冷门牌"则变成"热门牌"。令人惊奇的是,前面一直赚钱的参与者居然未能发现这个变化。加利福尼亚州理工学院的神经生物学家约翰·奥尔曼(John Allman)说:"他们根本就没有意识到这一点。此前赢钱最多的玩家,也很难调整自己的选择。似乎他们的纠错能力已经被麻醉,已经完全痴迷于赢钱的状态之中。"

---

① 参见〔美〕贾森·茨威格:《当大脑遇到金钱》,刘寅龙译,广东经济出版社2009年版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最近，普林斯顿大学的乔纳森·科恩（Jonathan Cohen）领导了一个研究团队，研究人员给实验对象提供了一系列的选择：两种亚马逊网站的购物券可供他们选择。一种金额相对较小，但马上就可以兑现；另一种金额较大，但需等一段时间（最典型的情况是当天即可获得的20.28美元购物券，或是一个月后兑现的23.32美元购物券）。研究的结论非常简单，却令人震惊：无论是眼下即可到手的奖励，还是假以时日的回报，前额叶和顶额叶皮层中的思维部位都会被激活。但反射中枢只有你选择即刻到手的奖励时，才会倾力付出，在伏隔核周围和附近部位燃起一团巨火。因此，选择唾手可得的收益，会让你的大脑中喷射出一股延迟回报所无法带来的多巴胺，除非未来的回报大得让你“忘乎所以”。乔纳森·科恩指出：要让这个系统像看到眼前回报那样激动万分，确实需要未来的回报足够诱人，足够巨大。

自信心还有另一个怪癖。任务越艰难，成功的概率就越接近50%，我们也就越容易对成功过分自信。正因为这样，频繁交易型投资者才比买入持有型投资者更容易出现过度自信问题。如果你的投资只持有几个小时、几天或是几个星期，暂时的结果也许会让你感到心花怒放，就长期而言，频繁交易型投资者即使要实现50%的赚钱概率，也一定要有十足的运气。但像这样难得一见的好运当头，它带给我们的自信是毫无根据的，自然也是无法复制的。经验越多，就越容易过分自信。

诺贝尔奖得主、著名经济学家弗农·史密斯（Vernon Smith）曾指出，有些企业高管和专业交易员在股价高涨时实现了巨额收益，而随后的股价暴跌又让他们血本无归，但在以后的交易中，他们仍旧重蹈覆辙，先赢后输。因为手风正顺的感觉太让人兴奋了，所以，即使是那些所谓的专业人士，要学会不去招惹“市场泡沫”，至少也得经历两次创伤。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.2　恐惧导致进退失据

当投资者为自己的鲁莽而感到痛苦时，人类对损失的天生厌恶感就会油然而生。此时，他们不再像平常那样紧紧抓住投资，而是拼命地把它们甩开，扔得越远越好。市场中的恐惧的公开表现就是过度超卖。

即使是在猴子的身上，一个实际收获低于预期的选择（比如果子里的果汁太少）也会刺激它们的前扣带皮层。金钱带来的意外能触发一种极端原始的反应。在一个实验中，要求实验对象以最快速度在一串字母中识别出不同的字母，比如“HHHSHHH”中的“S”。每次出错时，他们就会赢钱、输钱或是不赔不赚。前扣带皮层在出错赔钱时的活跃程度，都会明显高于出错与输赢无关时的情况。只要错误会带来经济损失，脑干（脊髓上面调节基本身体机能的部位）中的大部分细胞也会进入活跃状态。但错误没带来经济惩罚时，脑干几乎没有任何反应。“人不可能不犯错误，”负责该实验的密歇根大学心理学家威廉姆·格林（William J. Gehring）说，只有那些我们最在意的错误，以及我们最想尽力避免或永不再犯的错误，才是具有重大负面效应的错误。赔钱就是这样的错误。

在一项实验中，实验对象通过按正确的方向移动操纵杆，来争取获得不同数量的现金奖励，此时研究人员利用微型电极测量前扣带皮层中单个细胞的活动情况。结果显示，在现金数量突然减少时，38%的神经元会出现激烈活动，但在得到超过预期的奖励时，只有13%的神经元会受到刺激。那些对积极性意外作出反应的神经元，只能发出极其微弱的信号。按照这样的说法，我们就可以理解：为什么华尔街预期的股票收益率比现实情况偏离1%，就会给该股带来3.4%的平均下跌率。即使是在最基本的生物层次上，意外收获带来的喜悦，也不及大失所望招致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的重创。

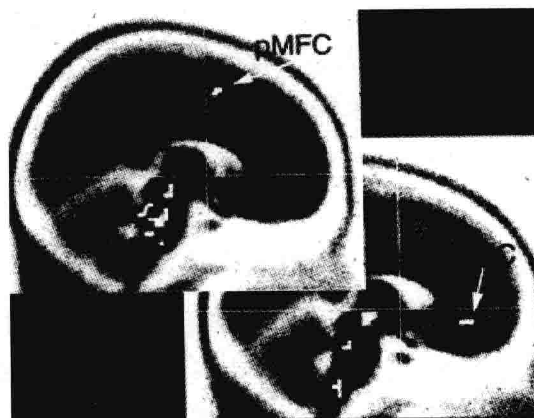


图 7-6 意外事件激发大脑反应

意外感的强度在很大程度上取决于意外的不可预料性。后果的重复时间越长，前扣带皮层在意外出现时的反应程度就越强烈。反射系统中的大量神经元随之而动，尤其是在脑岛和尾状核等有助于产生恶心、畏惧和焦虑等激烈情绪的部位。杜克大学的精神病学教授斯科特·胡特尔发现，一种实验模式在重复 8 次后颠倒过来，与只重复 3 次后就颠倒相比，前扣带皮层对前者作出的反应激烈程度是后者的 3 倍。

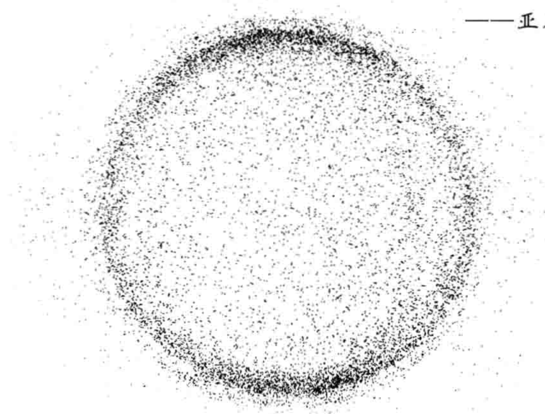
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

了解心理，管理情绪，决胜对手

成功交易基于3个M：心态、方法和资金管理。心态（Mind）指的是交易心理，方法（Method）指的是市场分析，资金管理（Money）指的是风险管理。

——亚历山大·埃尔德



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人类无法丢弃情感，人类也无法做到完全理性，我们不得不接受自己优缺点共存的事实。但是，对于投资者而言，情感也不总是敌人[①]，理性也未必总能带来好的金融决策。情感与认知分析过程相互作用，最终形成决策。没有理性制约的纯情感与毫无感情的纯理性，这是两个极端，都会让你的投资备受打击。神经经济学表明，当我们充分利用情感而不是完全扼杀它的时候，往往能得到更好的结果。

本章还尝试帮助读者在实践中尽量避免被认知偏差和心理偏好所误导，因为这些倾向其实是人类生来就有的，很难有意识地主动发觉和回避。笔者建议以一种系统化的投资方法，尽可能降低这些人性因素对投资产生的负面影响。作为业内旁观者，笔者对投资系统的看法是，资金（风险）管理永远是奠基石，长期而言，是它划定了成功与失败的边界。心理层面属于交易的微观领域，看每个人道行深浅，能战胜自己的人，才是真正的强者。至于方法，虽然重要，但非决定因素。况且方法问题，见仁见智，没有一定之规。

第一节　正确的投资理念

如果乞丐、擦鞋匠、美发师和美容师都能告诉你如何发财时，你

① 神经学家安东尼奥·达马西奥（Antonio Damasio）关于那些大脑腹内侧额叶皮层受到破坏的病人的报告显示，病人的智力、记忆和逻辑能力未受损伤，但感知能力变差了。各种试验都表明，决策制定过程中的情感缺失会破坏理性决策的能力。达玛西奥由此得出一个结论：情感是理性决策不可或缺的部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就该提醒自己，最危险的幻觉在于相信人可以不劳而获。

——伯纳德·巴鲁克

无论在什么市场上，关于赚钱的一个基本真理就是投资理念比现实情况更重要（Stephen W. Bigalow）。这句话也许不太容易理解。在技术分析大行其道的中国，似乎炒股技术就是一切。只要方法对路，或者掌握了制胜秘籍，就能轻松赚钱。然而，事实并不如此。

投资理念和投资方法之间，是道与术的区别，如同战略和战术。做任何事情，先确定原则和方向，再循此路线选择和完善方法，设定和切实遵守规则，这也应该是投资者的做事风格。

所谓投资理念，指的是投资者对于股票投资的看法、投资目标，比如"不投资不熟悉的领域""股价走势循环，盛极而衰，否极泰来""买其所值，卖其疯狂""通过预测市场来赚钱是可笑的""市场不可能对明显的错误长久视而不见"等等。这些观点一旦确定，则对于选择投资方法、标的、期限和收益水平等方面具有决定性的作用。

1.1 从上而下建立个人投资体系

投资确实是非常个性化的事情，每个人的投资理念和标准不同，也决定了投资标的是不同的。人的个性特征和知识结构，对于选择什么样投资风格有决定性影响。

笔者从 1994 年开始涉足 A 股投资，历经数次股海风波和多个市场周期，希望和读者分享一些关于什么是正确的股市投资理念的看法。当然，很多观点也来自其他同业和大师级人物，但毕竟经过市场检验和个人消化吸收。笔者相信，只有真正认同的理念才能成为投资行为的指南。

炒股的平均收益并不高，想在股市发财的人绕行

A 股前 20 年，类似战国时代，军阀割据，缺乏规则，一切以金钱实力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说话，而且市场上充斥各种操纵。疯狂炒作不嫌高，加上股票数量不算多，碰巧赶上顺风车的股民，确实可以赚得盆满钵满。但是，市场并非一直如此，即便是庄股，也不会是一直往上涨。所以，纸面上的财富大多来得快，去得疾，受益的大多是操纵市场的那拨人和券商。实际数据不用再举了，①笔者相信，只要调查入市股龄有 10 年以上的人，他们都有辉煌的过去，最终的结果无非是收益一般，甚至很多人是亏损的，说起来都是泪。

如果以十年为周期，在股市上能取得年化平均收益 6%，已经是不错的投资业绩了。② 这意味着十年后，你的资产增值了近 80%，而只需要一个甲子年（十二年），本金就可以实现翻番。所以，想加入股市投资的人应该明确一点，除非你只做一次，而且只参与牛市投资股票，否则不要期望过高的收益。长期浸淫股市，不仅不能让你发财，而且很可能得不偿失。

股市上赚不到快钱

除非是“连猪都可以飞起来”的牛市，投资者很难一买入股票，股价就不断上涨。在正常市道下，在几千只股票里，这类股票属于稀有之物。买入股票后的结果只有两种：上涨或下跌，即便你研究了很久，价值面、技术面、心理面所有十八般兵器全用上，你猜对的机会仍然只有 50%。而在熊市中，下跌股票少则占八九成，多则满盘皆绿。买了股票不被套的情况不是没有，而是极少。如果你想把股票投资当作事业，那么没被

---

① 我们看看美国股市的数据。根据西班牙经济学教授 J. Estrada 的研究，1900—2009 年，共有 29694 个交易日，但是道琼斯工业指数全部利得有 2/3 是在其中的 10 个好日子产生的；如果更幸运，避免了其间 10 个坏日子的话，收益还能再暴增 3 倍。这 20 个交易日占总交易日的不到万分之七。如果运气奇差，就已经死过好几回了。密歇根大学金融学教授 H. Nejat Seyhun 对 1926—2004 年美国市场所有指数的研究发现，不到 1% 的交易日贡献了 96% 的市场回报。

② 2007 年 5 月，里昂证券中国研究主管刘炜表示，经历大幅上涨后，投资 A 股的收益率不及国债，A 股 36 倍的市盈率折算成年收益率约 3%，比 10 年期国债 3.6% 的收益率还要低。过去几十年，全球股市的年均回报率在 8%—12% 之间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

套或不被套的想法是极其不靠谱的。

基本面分析靠不住，估值无参考价值

笔者曾在实业企业工作十年，后来从事咨询和金融资本市场服务，服务对象仍是各类企业。现有的估值方法，从方法论上看有严重缺陷，凡是涉及企业经营预测的估值模型，基本都无法在现实中使用。影响企业经营的因素很多，而且因为是个体研究，不能使用统计数据和规律，即便是企业的掌舵人，也无法对自己的企业未来表现给出可靠的预测，哪怕仅仅是一年。而外部人的信息更缺乏，对企业面临的处境了解更少，且无法及时得到更新。另外，企业也可能出于种种原因，隐瞒或者歪曲、拖延一些信息，在这种情况下作出的估值，可靠度可想而知。如果投资者基于这样的研究作出投资决策，参考价值并不大。在这一点上，太多的投资者过于相信自己的分析和判断了。在估值方面遇到“黑天鹅”事件，可谓家常便饭一样普通。投资者应避免陷入这个认知偏差。

任何分析方法都有使用前提条件

世界上没有万用万灵的方法。比如前面说的基本面分析，如果企业经营的行业和市场环境十分稳定，而管理团队的过往表现一直如一，暂时看不到出现新变化的可能，而且企业业务简单或存在规律性，这种情况下使用基本面分析，可靠性就比较高。[①] 对于技术分析方法而言，如果你研究的标的没有被操纵（如高度控盘、市值较小），而市场未受到特殊因素的冲击或影响，在这样一个市场规律控制的较随机的市场上，使用各类技术分析指标的优势比较明显。A股经常会出现政策市（也包括货币流动性的人为调整），很多技术指标都会出现异化。但大多数技术派人士都不认为这种情况会导致作出有偏差的分析结论。这就像价值

---

① 一般这样的企业存在于较传统的产业领域，因为变化少，可预测。而在变化较迅速的产业领域，比如高科技相关行业，企业获得的任何优势都是暂时的，而过快的变动又缩短了竞争优势保持的时间，这侵蚀了价值投资的基础。巴菲特之前一直不愿意碰高科技，一个主要原因也在于此。现在的问题是越来越多的产业加快了变革速度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

派人士总是喜欢直接套用那些估值数学模型一样，无法得出有意义的结果。

天下无炒股秘籍，小道消息靠不住

小道消息是靠不住的。不是说所有，至少传递到你这里时，消息可能已经走样，或者时间造成了情况发生不利改变。真正的内幕消息确实可以让先知道的人获得优势，并从中获利。但是，对于一般投资人来说，也许一辈子也难得碰上一次这样的事情。前面已经说过，我们听到的消息更多的是过时或被扭曲的信息。小道消息总引诱你相信这一次会不一样，而最后的结果总是一样的——吃亏上当。

价格是不可预测的，逃顶抄底不可取

杰里米·西格尔(Jeremy Siegel)对1801年到2001年的市场转换点进行了研究，发现其中75%的牛熊转换是没有合理原因支撑的。牛熊转换是价格趋势最大级别的改变尚且如此，我们日常看到的价格变化受到无数投资者认知、心理、情绪和资金的牵动，以及种种人类无法提前预知甚至理解的突发事件影响，预测价格这件事基本上就只能是天真的幻想。低买高卖是理想，但逃顶抓底则是对市场过度理想化。与其绞尽脑汁地预测价格，不如对可能出现的价格变化做好准备。不要奢望走在变化之前，以不变应万变才是不确定世界中的生存之道。自信的投资者很难向市场低头，放弃自己的判断与结论。越是把投资当科学的人，越不容易做到，因为他们为此经年累月地投入了无数心血去研究市场。在市场面前，投资者的高见更可能是偏见。

一切都有可能发生，唯愿望总难兑现

在资本市场上，什么情况都有可能发生，但多半都是预期之外的事件。而投资者大都抱着期望和愿望进入股市，甚至是迷幻与不切实际的空想，使人们的思维儿童化，人生阅历在对财富的幻想面前一败涂地。前面已经讲过，股市赚钱不易，投资者切勿带着不切实际的期待进入股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市。当预测和分析与现实背离时,我们必须跟着现实走。

宁可错过,不可做错

宁可错过,不可做错;宁可错卖,不可错拿。在股市,必须要学会舍得,也就是不要贪婪。错过的总有机会再遇到,而做错的损失可能需要加倍的机会才能弥补回来。本金安全永远是第一位的。在犹疑不决时,退一步,想一想,停一停,至少不会造成新的损失。摆在你面前的不一定是机会,股票市场上的陷阱远多于机会。

保持投资理念和行为的一致性

投资理念最怕朝令夕改,因为这是底线思维,决定了你的方法、风格和操作路线。如果投资行为前后不一致,或者与理念不符,那么很难自始至终落实投资计划和方案,操作前后矛盾,导致顾此失彼、阵脚大乱,投资者的能力难以得到提升。

接受市场的裁决,及时收手

《金钱游戏》(*Money Game*)一书中有一句话非常适合想投身股市的人:"如果你不了解自己,华尔街就绝对不是你该去的地方。"市场是一台压路机,任何人都无法抗拒。投资者所需做的是顺势和在发现出错时及时纠正。市场会将一意孤行者碾得粉身碎骨。投资者在这个不可捉摸的市场巨人面前只能如履薄冰。

笔者将投资理念以及从中推演出的投资原则简单地归纳为:

- 不赚快钱,因此不做短线和超短线(如日内或一周内交易)。
- 不依赖价值分析,不做"买入 + 长期持有"的投资(如期限超过10 年)。
- 不奢望高投资回报,争取目标为平均年化收益率 10% 。
- 不轻信消息和传闻,宁可错过,买基本面有保障的股票,根据市场走势操作,不追求最高收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每个人的性格[①]都是不同的,如偏理性还是感性,擅长逻辑分析还是偏好直觉,以及情绪特质(忧郁质、胆汁质、黏液质、多血质)。性格对于投资行为的影响很大,投资者应该了解自己的特点,扬长避短。一般而言,感性且偏好直觉以及情绪较易波动的人,在投资活动中碰到的挑战会更大。同样,过于理性和较真以及固执少灵活性的人是另一个极端。前一种人不适合价值投资,后一种人不适合波段、趋势投资。更多的人可能处于中间状态,需要揣摩出自己的投资心法和模式。

我们讲从上而下地建立自己的投资系统,其实第一步也是基础工作就是了解自己,给自己设立一些必做和绝对不能做的原则,用投资理念框定一个适合自己的投资风格。[②] 很多人没有意识到了解自我的重要性,如果大多数投资者都处于这种不自知的状态,进入股市后的情形大抵就和图 8-1 一样。实际上,看看你周围,是不是大多数人都是这样的状态呢?

这是基本的人性表现,大多数人犯的认知偏差、心理偏好以及情绪影响是基本相同的,而技术因素,无论是基本面分析还是指标分析都无法保证市场按照预期的路径发展。所以,在排除其他因素之后,股市中之所以有 90% 人失败或不成功,主要源于对自身的了解和自己在市场中的表现把控得不够理想。

经过二十多年的股市投资中的磨炼,笔者总结出这样一个适合自己的股票投资系统:理念和原则上面已经讲了,操作方法以基本面分析为

---

① 卡特尔(Cattell)提出了 16 种个性特质:(A) 乐群性;(B) 联想性;(C) 情绪稳定性;(E) 好强性;(F) 兴奋性;(G) 有恒性;(H) 敢为性;(I) 敏感性;(L) 怀疑性;(M) 幻想性;(N) 世故性;(O) 忧虑性;(Q1) 激进性;(Q2) 独立性;(Q3) 自律性;(Q4) 紧张性。根据迈尔斯(Myers)和布里格斯(Briggs)的研究,可以将人的性格分为外向 E—内向 I,感觉 S—直觉 N,理性 T—感性 F,判断 J—理解 P,它们可以组合成 16 种性格。其中 ESTP 有最低限度的风险厌恶和最严重的过度自信,INFJ 倾向最大限度的风险厌恶和最轻微的过度自信。

② 投资大师本杰明・格雷厄姆认为只有傻子才会做没有原则的投资。他在谈及造就成功投资者的根源时说:并不需要高人一等的洞察力和知识。最需要的,就是为自己制定简单易行的原则,然后再矢志不移地去坚持这个原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 8-1 典型的股民入市后的心态表现

基础，但不做估值，从宏观经济和行业发展趋势（包括政策支持）上把握当期值得投资的板块，选出有发展潜力的龙头企业；买入和卖出时点以技术分析为主，结合对于市场情绪的判断，在股价达到预期后随时准备退出。投资期限一般为一年以内。① 在遇到突发事件影响时，如果基本面改变不大，可以放宽投资期限，不会因为市场恐慌而斩仓。重视资金管理，在市道不利时以持有现金为主，一般市场情况下现金和现货比例在 30%∶70% 或 20%∶80% ，股票持仓最高不超过 90% 。

这就是一个投资系统的大致情形。读者可以自行整理归纳出自己的投资系统。股市如战场，散兵游勇最终会被消灭。投资者必须有自己的一套工具以应对市场和交易对手。

① 有统计研究发现持有时间并非越长越好。那些平均持有时间超过两年的投资者，其收益也非常低。行为金融学的研究表明，只有 10% 的投资者能够通过长期持有获得比较好的收益，其他的无论是持有时间非常长或是非常短的投资者，业绩都比较差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.2 理念决定行为模式和投资风格

投资理念犹如一个框架和方向（不反对你把它当成一个筐），具体如何投资，则属于方法、行为模式和投资风格范畴。在成熟市场上，比如港股，以机构投资者为主，他们的投资理念和风格大同小异，市场规律也主要由机构投资者的风格决定，比较容易识别。而A股则是由大部分散户投资者构成的市场，大多数没有自己的投资系统，但是散户的一些风格也体现得比较明显。

A股散户的主要投资理念表现为：相信市场可以预测，只要选对股票，抓准时机就能很快赚大钱。在这种信念指导下，以短线和超短线交易为主，投机气氛浓厚，羊群现象、处置效应、追涨杀跌、过度自信、过度交易，几乎所有的认知偏差和心理偏好、情绪驱动都表现得淋漓尽致。A股投资者可以被视为最佳的行为金融学研究对象。

"希望在交易中取得巨大成功"和"希望在交易中生存下来并徐图发展"，这是两个犹如天上地下差别巨大的操作指针。前者有可能导致追求风险、过度自信甚至贪婪，后者的极端情形是风险回避和恐惧。更多的人是在两者之间经意或不经意间游离，时而贪婪，时而恐惧。这和巴菲特等价值派大师所说的"在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧"的最大不同是，一般人会受到自己和市场情绪的影响，陷入群体的狂欢和恐慌。

在这里说一点相关的题外话。为何笔者坚持从不向他人荐股呢？其实道理很简单，因为自己对投资收益、期限和风险容忍度，明显不会和别人相同。在这种情况下贸然推荐，便会成为"吾之蜜糖，彼之砒霜"，造成标的选择错误。而在投资过程中，何时买入卖出，更属于投资者个人的判断和决策范围，无法越俎代庖。与其可能从开始错到最后，不如不推荐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资风格和期限与分析方法有紧密联系。是短线、超短线还是长线，是价值投资（是获取价差收益还是获取最快成长阶段的增值收益）还是价格投机，是顺从趋势还是逆势，这些问题都与投资理念和个人选择有关。以笔者为例，既然不是短线和超短线，必然不会每日盯盘，因为不是价值投资，因此也不会把大量时间和精力放在分析调研和估值上。虽然也属于价格投机，讲究买卖时点的把握，却仍然会选择有基本面保障的标的，以及不过度依赖技术分析手段。这是一种比较保守的，以本金安全为主要目标，以合理盈利为目标的理财风格的投资。

A 股市场上很多人是短期行为者。他们选择投资标的的方式明显不同。有人甚至强调在股市开盘后的前 30—60 分钟内抓日内最有机会涨停的个股，设置的止损限可能在 1—2 个交易日就会触及，操作是快进快出，这种跟风操盘风格，需要随时盯盘，观察各种技术指标和市场信息。短线操作者交易频率高，但很少见到获利丰厚的案例。

笔者的立场可能大家已经了解。既然投资者要避免受到认知偏差、思维偏好和情绪的影响，就不宜采用以短线获利为理念的频繁操作投资系统。因为人在心情较平稳状态下，也可能作出错误判断，而在承担短线投资的巨大的内外部压力时，更难以做到“三思而后行”，市场上的非理性冲动更容易让投资者失去理智，被一时的市场潮流所操纵。人类面临的最大困扰就是难以承认自己的错误，难以从错误中吸取教训。投资人的目标应该是理性平和。

投资者的理性首先体现在不对收益率抱有不现实的预期，更不会贪得无厌。彼得·林奇说：“过高的预期收益率错在哪里呢？如果你期望每年应该获得 30% 的投资收益率，那么当股票表现达不到你预期的高收益率时，你很可能会因为希望落空而感到严重受挫，这时焦躁不安的心情会使你恰恰在最不应该放弃的时刻错误地放弃自己本来正确的投资策略，或者更糟糕的是，在追逐这种镜中花水中月般的高收益时，你可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能会冒不必要的风险。不论是在投资收益很好还是很坏的时候，你都应该始终坚持一种正确的投资策略，只有这样才能使长期投资回报最大化。"

平和的投资者不会过度讲求抓取投资机会。研究表明，从投资者的换手率和交易频率来讲，交易越频繁，对于投资者的业绩越有负面影响。如果投资者能更淡定一点，完全有可能取得更好业绩。当然，这不是否定把握时机的重要性。① 但是，理性平和的投资者知道股市涨涨跌跌，机会并非去而不返。在一个非理性的市场中存在着大量的投资机会。只要理念、方法和操作正确，散户投资者的业绩未必会比专业投资者差。②

第二节　资金管理

市场的不理性的时间可能要比你保持不破产的时间长。

——凯恩斯

笔者的基金经理的经历，让笔者认识到交易系统的重要性。因为作为专业交易者，和业余选手根本的区别也在于此。你应该更有系统性、纪律性和交易的一致性，应该遵循正确的方法论，而不是以个别盈亏情

---

① 根据美国 Morning Star 的报告，在过去 25 年里，如果投资者一直持有美国标准普尔 500 指数，那么每年的平均收益为 5.85%（不考虑分红因素）。如果每年都恰好在最低点入市（最佳择时能力），那么平均的年收益是 6.89%；如果每年都恰好在最高点入市（最差择时能力），那么平均的年收益是 5.02%，相差约 2%（最好和最差的择时之间有 40% 的差异）。该报告还显示，如果进行 20 年的中长期投资，投资者的平均年收益为 7.81%。然而，如果他错过了股市表现最好的 10 天，其长期收益率就会下降到平均每年 4.14%；如果错过了 20 天，其长期收益率更是会下降到平均每年 1.70%。由此可见，把握时机也是非常重要的。

② 尽管 A 股散户投资者中成功比例不高，但是成熟市场上确实有不少成功的散户投资者。从美国相对长期的数据中可以发现，有一半以上的散户投资者，他们的业绩跟市场大体持平，还有大概 1/3 的投资者的业绩持续跑输市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形论长短。我们见过太多的投资者，成功得自偶然，而最终必然惨败。胜应知胜之所因，败亦不一定就是你的错误。笔者坚信，一个没有稳健的交易系统的交易者，无论怎么赚钱，都谈不上成功，而且必行之不远。

笔者见过很多自以为很成功的交易者，他们的打法可以说非常随意，完全没有章法。但是，股市上靠无章法能够生存的人，从未见到过，更遑论成功。时间就是试金石，只有大浪淘沙之后，始见真金。因此，真正可资依赖的应该首推资金管理，它先保证你能在残酷的市场逆境中存活下来。只有先活下来，才能谈进一步的发展和成长，这是一个非常浅显易懂的道理。

2.1　风险承受力与仓位管理

从投资系统的建立来说，理念是第一位的，否则你无法确定正确的投资原则和方向。但是，从实际操作角度看，仓位管理才是第一位的，因为生存是投资者驰骋市场的根基。既然你的首要目标是在交易中求得生存，就务必了解并运用合理的资金管理措施。

资金管理的本质其实就是根据交易损益情况及时调整交易头寸：当交易中遭受损失时，应该减少交易头寸；反之，在交易取得利润时，增加交易头寸。这就是所谓“敌进（亏损）我退（减少交易），敌退（盈利）我进（增加交易）”的应变策略。

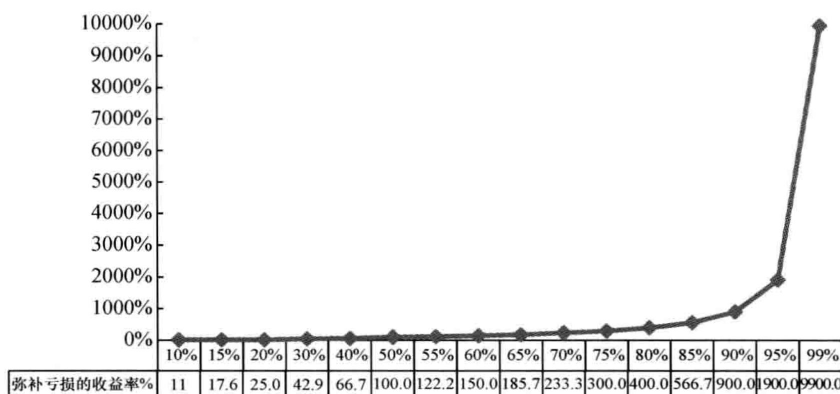
投资者最容易出现的一个偏差是不服输，在亏损后期望打平或翻本，甚至认为交易亏损之后出现盈利交易的概率会提高，因此想在交易失败后开展更多交易。这样的做法违背了资金管理“安全第一”的原则，同时也是投资者的一个致命误区。

事实上，亏损造成的结果难以挽回，如果我们说盈亏的概率各占50%的话，一次下跌所造成的损失，一般是无法靠同等幅度的上涨带来的盈利弥补的。收益率和亏损率之间的关系如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$收益率=[1/(1-亏损率)]-1$$

简单试算几个数据，如果亏损 10% 的话，需要盈利 11% 才能弥补；如果亏损 20%，则盈利需 25%；如果亏损 30%，那么需要盈利 43%；如果亏损 50%，则盈利需要翻倍。盈利和亏损之间的这种不对称性，或者说亏损越大，弥补亏损的难度越高的特点可从下图看出。



	10%	15%	20%	30%	40%	50%	55%	60%	65%	70%	75%	80%	85%	90%	95%	99%
弥补亏损的收益率%	11	17.6	25.0	42.9	66.7	100.0	122.2	150.0	185.7	233.3	300.0	400.0	566.7	900.0	1900.0	9900.0

图 8-2　下跌对应的弥补亏损所需收益率

有些投资者的股票投资缩水七八成，意味着要想把亏损的钱赚回来，需要达到 233%—400% 的收益，要记住这是在本金已经严重减少的情况下要达到的目标，也就是说要赚到剩余本金的 3 倍到 5 倍的钱才行。在什么情况下，股价才会增长 3—5 倍呢？显然必须是一轮相当规模的牛市才能解套。也就是说，如果你的股票投资亏损了七八成，那么大概需要等待一个由熊转牛的周期才有可能咸鱼翻身（假设这只股票的基本面不发生问题的话）。这个例子足以说明控制亏损幅度的重要性，如果亏损超过八成，基本永无翻身机会了。① 要预防和解决这个问题，核心就在于控制投入的资金数量。笔者认为一个美国著名基金经理

---

① 这里有个特例，就是庄家故意洗盘的情况。笔者注意到 A 股中的洗盘现象非常普遍，而且大幅度洗盘，价格下跌 20% 以上甚至 50% 都不少见。但是，这类被有意操纵的股票，往往在洗盘甩掉包袱之后有特别大的涨幅，如上涨 2—10 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的案例有助于大家更深刻地理解资金风险控制的要义。



拉里·威廉姆斯创造的传奇①

拉里·威廉姆斯是第一个公开讨论资金管理策略的人，从 1966 年开始到现在，拉里·威廉姆斯全职从事交易活动，但是直到 20 世纪 80 年代，经过不寻常的努力，拉里才将资金管理融合到他的个人交易当中。这种做法如此行之有效，以至于帮他赢得了交易冠军的宝座。

尽管现今的资金管理已成惯例，但是以前只有像理查德·丹尼斯(Richard Dennis)这样的专业基金经理才会进行资金管理。在 20 世纪 70 年代，他运用固定波幅的资金管理方法；1984—1985 年间，他把这个资金管理方法教给他著名的海龟(Turtle)培训班的学生。然而，在个人投资者中并没有得到普及。

拉里解释了用小额资金比如 2 000 美元如何赚到 4 万美元，或是如何用 1 万美元赚到 11 万美元、用 1 万美元赚到 110 万美元的资金的公式。普罗大众或许认为交易一定存在类似于魔法的秘诀。然而，事实并非如此。资金是在交易游戏中通过取得优势、占得先机获得的，在前后一致的方法(如资金管理)的基础上，在每次交易中获得资金，持续强化这个优势。

1986 年，拉里碰巧看到了一篇关于期货交易“凯利公式”(Kelly Formula)的文章，开始用如下的凯利公式进行商品期货交易：

$$F=((R+1)\times P-1)/R$$

P＝系统获利的准确率

R＝交易盈利和交易亏损的比率

现在我们来看一个 65% 的准确率、盈利和损失的比率为 1.3 的范例。

① 参见〔澳〕布伦特·奔富：《交易圣经》，麻勇爱等译，机械工业出版社 2012 年版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据凯利公式可计算出 ヲ=38%。也就是说，你可以用 38% 的资金来做每笔交易。如果你的账户中有 10 万美元的资金，那么你就得用 38 000 美元用于支付保证金，计算出所能购买的期货合约数量。如果每份合约的保证金是 2 000 美元，这就意味着你要交易 19 份合约。

拉里遵循这个公式的交易成绩表现惊人。① 他在极短的时间内就成为以少许资金赢取暴利的传奇人物，以至于他在某次交易竞赛中被除名，因为举办者认为除了欺诈恐怕很难拿到如此佳绩。商品期货交易委员会彻底审查经纪人公司的记录，并拿走了拉里所有的交易记录。他管理的一个账户运用这种全新的资金管理模式，在 18 个月内从原始的 6 万美元增长到接近 50 万美元。

然而，这个资金管理方法是一把双刃剑。拉里非凡的业绩表现吸引了大量资金，但双刃剑的负面性逐渐显现出来。按照凯利公式操作失灵了，连连亏损，资产以惊人的速度消耗殆尽。在 1987 年年末，拉里终于将交易账户余额追回到 110 万美元。

拉里稍后总结出，认为过去采用了错误的公式。凯利公式本身存在缺陷——爆仓问题。引起资金剧烈振荡的并不在于系统的准确率百分比，也不是盈利/损失比率。这个故障和失灵来自亏损最大的那笔交易，并且这个概念非常重要：压垮交易“骆驼”的最后一根稻草来自那笔最大的亏损。

拉里解决这个问题的做法是，首先决定在任何一个交易中要冒多少资金的风险。一般来说，如果你愿意花费账上 10% 或者 15% 的资金，那么将其除以可能出现的最大平仓亏损金额，确定出将要交易的期货合同数量。拉里建立的资金管理公式为：

（账上资金余额 × 风险百分比）/最大损失 = 交易期货合同或股票的数量

这就是威廉姆斯固定风险资金管理法，其美妙之处是你能依据自身状

① 1987 年，拉里在 12 个月内完成了从 1 万美元起步到账户余额超过 110 万美元的交易，赢得了罗宾斯期货交易世界杯冠军，这个成就迄今无人企及。其收益率至今仍保持最高纪录。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况调整所能接受的风险和回报率。如果你胆小，就用资金的5%；大多数人会动用资金的10%—12%冒险；如果希望以小博大，那么就用资金的15%—18%。

资金管理既需要最大限度地保住本金，也需要在安全的基础上不断扩大收益。威廉姆斯的资金管理实践告诉我们，按照凯利公式投资可以让利润飞涨，但也可能掉入万劫不复之地。采用风险控制之后，即可实现在控制破产风险的基础上让收益增长。

一位澳洲基金经理对于资金管理模式做了系统总结，将其归为7种。① 我们将符合风险控制且适用于股票投资资金管理的模式从中挑选出来。

单笔交易最大限额法：对单笔交易有一个固定的资金上限。如果这个单笔交易的资金上限是15 000元，而你的账户余额是20 000元，那么你就只能做一笔交易。每次交易前检查账户余额，以确定可以做的交易笔数。这个单笔资金限额可以按照最大的跌幅（实际或预期）/风险临界比例计算。② 这个方法是增加交易笔数最快的策略之一，每笔交易只要实现较小的利润就可以增加交易频次，而且越往后，对单笔收益的要求越低。当交易发生损失并且账户余额低于一定水平时，此法要求你减少交易笔数，因此能够达到生存和获得丰厚利润这两个目标。虽然按此法投资的最大优势在于它可以让小额账户快速变大，但其缺点是时常会造成账户余额大幅缩水，虽然这个问题可以通过调整风险临界值（对于亏损的心理容忍度）解决，但是损失可能造成投资缩水太大，而后续恢复时间漫长。

---

① 参见布伦特·奔富著的《交易圣经》第八章，由作者审校的修订版，2013年7月由机械工业出版社出版。

② 风险临界值意指你能承受多大的痛苦，或者说你的账户损失按百分比计算，损失多少你仍旧不会感到有压力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增量法：改进了上一方法波动幅度过大的情况，尽管利润增长没那么快，但亏损的幅度也更小。增量法要求投资者根据一个“固定比率”调整交易笔数。“固定比率”被称为增量(delta)，可以等于预期跌幅加上其他交易费用。[①] 增量的变化会影响表现——增量越高，回报和跌幅更趋保守，而更小的、更激进的增量将会产生更多的利润，但却要付出遭受更大跌幅的代价。操作方法是当你的单笔交易收益超过了增量时，才可以增加一笔交易。较为激进的交易者可以使用一个较小的增量，而较保守的交易者可以使用一个较大的增量。增量法适用于所有风险特性不同的交易者，具有很大的灵活性。

假设账户余额为 2 万元，增量(或单笔预期跌幅)为 18 000 元。在增加到两笔交易之前，单笔交易需先满足一单位的增量要求，即盈利 18 000 元。当利润达到 18 000 元和账户余额为 38 001 元时，就可以做两笔交易；一旦两笔交易共获得了 36 000 元的利润，账户余额达到 74 001 元，随后可以进行三笔交易，以此类推。

增量法的关键在于：直到现有的每笔交易都能获得一个确定的增量利润，不能扩大交易规模。[②] 如果遭受损失或账户水平下降，必须减小交易规模，直到账户余额恢复为止。你可以使用一小部分的增量作为触发点，这样就可以更快速地缩小交易规模。你必须随时作出权衡。如果减少交易数量的速度快于增量的提高，这将有利于降低风险，保护利润，但恢复时间也需要更久。

增量法也为小额交易者量身订制了一个资金管理策略。你可以从一个合适的增量开始交易，随后逐步增加交易规模。增量也具有足够的

---

① “固定比率”由赖安·琼斯(Ryan Jones)创立，并在其著作《交易博弈》(*The Trading Game*)中进一步阐述。

② 这是与固定资金单位数量法最大的不同。固定资金单位数量法的交易规模增长所需增量是逐渐减少的，因此规模扩大得越来越快。如果发生亏损，损失幅度也更大。当然，如果一切顺利，利润累积也更快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

灵活性,可根据保守或激进程度而定。一个较小的增量将使你的账户呈较快增长,同时跌幅保持一定的比例。

固定资金单位数量法:将每笔交易的风险限制在预先确定的风险金额之内,计算方法是用初始账户金额除以你想要开始交易的固定的资金单位数量。[①] 当你的账户余额增长时,需要重新计算单笔交易的风险金额,每笔交易的风险资金将增加。如果交易下跌,依然要求每笔交易承受同样风险。

如果一个交易者账户余额为 2 万元,并希望交易固定的 30 个单位的资金。用账户余额除以 30 可以计算出每笔交易的风险资金数额为 667 元,你应只做单笔金额不超过此数的交易。账户余额达到 40 001 美元,交易者就能够做两笔交易,账户余额达到 60 001 美元,交易者能够做三笔交易。

当你亏损时,这个方法仍要求你承受固定金额的风险,没有机会减少交易合同或风险资金。当你盈利时,你的账户余额越来越多,风险金额标准也逐渐增加,这就允许你做更多的交易。此法确实能够让交易者获得呈几何级数增长的利润,但它也伴随着高风险。和单笔交易最大限额法不同的是,交易者在一次灾难性的损失后,此法的交易者仍旧可以维持交易笔数不变,能保持获得高效益的恢复能力,但不利的是,在下跌时,风险的增加将促使你到达破产边缘。不过,在连续下跌的特殊时期,可通过调高固定资金单位数目来降低破产风险。

威廉姆斯固定风险(风险总额限定法):我们刚才在阅读资料中已经大致领略了这种方法。先确定一个风险比例,定出最大的可以使用的风险金额。假设你有 3 万元的账户余额,而你蒙受最大损失时愿意承担

---

① 调整这个指标可以控制风险水平。如果想保守些,可以从较大的单位资金数量开始。另一个方法是使用一个可变的"固定"单位数目,比如在特定的账户余额水平上增加或减少你的资金单位数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10% 的损失。那么对于每笔交易，你愿意承受 3 000 元的损失。如果你采用的策略的最大损失（或预计最大损失）低于此数便可进行交易。

当失利时，风险总额将会降低，此时要求以更少的笔数或者较小的头寸进行交易。你盈利时，风险总额就会被提高，使你能够做更多交易或者扩大头寸。

固定波动比例法：将市场波动限制为账户余额的固定比例。可以利用每日波动幅度（最高点和最低点之间的距离）或其真实波动幅度（前一日收盘价与交易日的最高价或最低价之间的差距）来衡量一个市场的波动性。[①] 如果市场波幅低于账户余额的固定比例，那么可以进行交易；反之，如果市场的波动增大并超过了账户余额的固定比例，则不允许交易。[②]

假设账户余额 5 万元，市场波幅限制在账户余额的 2% 以内，而市场 10 日的日平均真实波幅是 0.003 1 点。市场总价值为 125 000 元，可以计算出市场日均波幅为 388 元（0.003 1 × 125 000 元）。如果想将市场波幅固定在账户余额的 2%（50 000 美元 × 0.02 = 1 000 美元），将只能做两笔交易（1 000 元/388 元 = 2.6，截尾得 2）。

用 10 日真实波幅测量市场波幅，交易笔数会随市场波幅的变化而变化。另外，随着账户余额的增长和市场波幅的下降，交易者可以做更多交易。如果账户余额减少，或者市场波幅扩大，交易者将减少交易。

这些资金管理方法各有优缺点，有的偏激进一点，比如第一种单笔交易最大限额法，有些破产概率最低，比如增量法和固定波动比例法。另外，资金管理方法也与投资者操作的成功率和稳定性有关，如果投资者能够很好地克服认知偏差、心理偏好和情绪影响，则可以提高投资操

---

① 市场波幅是指一定时期内的市场波动情况。可以用 10 天、20 天或 30 天的日波动均值来衡量市场波幅。你可以使用一个星期或一个月的时间作为期限来衡量市场的波动性。最好是将衡量波动幅度的方法与交易时间期限相匹配。短期交易者可以使用日作为衡量标准，而长期趋势交易者（大额账户）可以使用月作为衡量标准。这里我们采用日衡量标准。

② 这是理查德·丹尼斯在著名的海龟培训班上教授的资金管理策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作成功率和业绩表现的稳定,在资金管理策略上也可以更进取一些。这就在投资方法和资金管理之间建立了关联。

2.2 输得起的人才是长期赢家

股市上没有人能够长期跑赢市场,所以前面提到,买卖股票,无论你的出发点是投资还是投机,都应做好被套和亏损的准备。价值投资者往往不讲究买入时点,也不介意股价上落。而股市投机者,无论是趋势操作还是波段操作,由于市场难以预测,大多数时间都会经历市场走势与希望不符而造成的小亏损,如能够在 1/3 情况下与市场相符,已经是非常理想的交易状态了。

不管你想怎样掌控局面,市场都是桀骜不驯的,市场总是给你意想不到的惊讶,而且绝大多数对你而言都是逆境和打击。每天生活在痛苦之中不是一个惬意的选择。所以,投身股市的人,必须先想明白这个问题:你将如何面对打击和失利带来的痛苦。答案只有一个,那就是战胜自己,坦然面对痛苦,甚至是“管理痛苦”。

凡事预则立,先做好失败的准备,当亏损来临时,按照预订计划有序处理即可。在交易之前,就要制订交易计划:确定入场的信号,进入市场,设置止损点。按计划管理交易,实现整体获利目标。

从前面讨论的资金管理方法我们可以看到,止损的主要原因在于如果亏损扩大到某些水平,弥补亏损的时间和努力会变得太大,甚至受限于客观交易条件而根本无法挽回损失。与其如此,就应及早止损。笔者赞同的正是出于这个资金管理原则而进行的止损动作。这与大多数技术分析派单纯依据技术指标确定的止损有本质区别,也与价值派因为基本面变化而进行的止损不同。①

① 价值投资者的止损做法可以是设定“下跌检验点”,即当达到设定价格时,就必须重新审视最初投资的依据,检查基本面是否出现了问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在资金管理界，有一个很多人都赞同的无条件止损原则——单笔投资价值缩水10%即止损。要弥补这个损失，只需价格回涨11%即可。这在A股比较容易操作，因为有10%跌停板的规定。而对于不设跌停限制的市场，低于当前市价幅度不超过25%的止损价格，是很难操作的。实际上，单笔亏损率在30%以内，追回损失的难度都还不算太大。具体确定哪个止损水平，要根据其他考虑而定。当运用上一小节讲到的资金管理策略时，较小的止损点对利润的负面影响较小。

在股市投资时，关于止损应该做到两点：一是不设止损计划不进场，亏损出现的机会远多于盈利，设定止损位，万一发生风险，可将亏损控制在不影响整体盈利的范围内；二是止损计划必须严格执行。这两点中，最难做到的是执行止损，而且还要坦然地止损。

投资者在认知和心理上都要想明白止损的意义。在股市里要做好止损，在心理上要做到善忘：忘记买入价和止损价。事情过后就不再往回看。这个道理很简单，市场是随机的，你的操作无所谓对错，真正的错误是不遵循资金管理的原则去做，买卖操作本身并没有对错之分。也可以将止损理解为一种成本，为了尝试其他获利机会而付出的代价。由于机会的不确定性，止损后可能出现股价反弹或上涨，也可能下一次买入仍需止损，这都是市场随机性的反映，不应在心理上有懊悔想法。

止损难的一种常见表现是拖延犹豫。投资者倾向于将原定的止损价位向下调整。其实这样做已经失去了止损的意义。在业界有一个形象的说法可以说明这样做的恶果有多严重：假定一只鳄鱼咬住你的脚，如果你用手去试图挣脱你的脚，鳄鱼便会同时咬住你的脚与手。你愈挣扎，就被咬住得越多。所以，万一鳄鱼咬住你的脚，你唯一的机会就是牺牲一只脚。

止损最难过的是投资者的心理和情绪关——人的侥幸和厌恶损失的心理偏好在作祟。我们需要解除自己在这方面的认知和心理障碍，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要强调实施交易计划的原则:纪律!纪律!纪律!在股市投资,必要的心理准备是:赢是可能的,输是必然的,重要的是输小赢大。在任意单笔个人交易中,所冒的风险只占据账户的小部分。严格执行止损,让你输得起。

第三节 利用对手方的错误,以己之长克敌之短

在投资中幸存下来是一场战斗。这场战斗就是你与市场的战斗,这场战斗就是你与其他参与者的战斗,这场战斗就是你与你自己的战斗。

——杰拉尔德·勒伯

股市是零和游戏,你的盈利就是对手方的损失。而股市中真正能够保持较长期盈利纪录的人,大概只占一二成。① 财富在大多数人的手上来来去去,投资者体会着喜怒哀乐,被贪婪和恐惧折磨着,最终还是那些认知和自控能力最强的人获得了成功。

当然,投资人的智商很重要,但智商在一个不确定的世界里所起的作用是有限的,从本书论述的重点看,智商的用武之地在于识别和避免认知偏差。投资者取得成功的能力,很大程度上依赖于其情商,即一个人识别以及管理自己心理偏好和情绪反应的能力。股市投资是适者生存之争。表面上看,投资是你和对手方的角逐,本质上其实是你和你自己之间的"搏斗"。实际上,作为投资者,我们面对的唯一的真正挑战,就是认识真正的自己。当你准备采取行动时,请先停一下,打开一个思

---

① 根据上海交通大学高级金融学院副院长、行为金融学教授朱宁在美国进行的研究和对中国 A 股市场投资者表现的研究,发现在各个国家的资本市场里,在 5—10 年的时间段里面,只有 5%—10% 的投资者可以持续地跑赢大市,30%—40% 的投资者的表现显著低于市场平均水平,剩余的一半左右的投资者的收益接近市场平均水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

维误区和情绪检查清单，问问自己是否陷入了误区。

3.1　认知偏差检查表：花10分钟做自查

从感知、记忆开始，人类因为有限理性，决策容易出现偏差。[①] 例如，人们的感知是有选择性的，个人的期望会影响到感知到的信息，人们更容易看到自己渴望看到的事物。而记忆则具有重建性，记忆的强度是可变的，引起人们情绪波动的事情会留下深刻印象。人们倾向于高估自己对事态的控制能力，倾向于认为自己对未来发生的事情具有很强的判断力。

前面已经说过，人类大脑受到注意力和信息处理能力限制以及进化遗传等原因，思考时会有很大的惰性，人们对不确定事件的概率的判断，往往并不遵循贝叶斯法则，而是采用抄捷径的“启发法”，[②]即不是基于全部信息，而是根据其中一部分信息进行决策。启发法必然造成认知偏差，但这是人类本质，不能改变，但可以留意并考虑系统性地尽量避免犯这样的错误。

在第四章我们已经讨论了常见的认知偏差，包括框定依赖偏差、代表性偏差、可获得性偏差以及锚定和调整偏差。在这一节，我们总结、补充和再次提醒读者留意与股市投资密切相关的启发式偏差。

框定依赖偏差

投资者在市场中，必然会受到环境的影响，比如来自其他投资者、亲朋、媒体（包括网络）的信息。信息的不同表述顺序、说法和表述时的情感背景，都会影响投资者作出正常的判断。常会出现的有先入为主（首

---

① 决策的前提是信息接收和信息处理，先把外部信号转化为大脑可以识别的认知信号，然后进行判断和思考。

② Fiske 和 Taylor（1991）的研究显示，人类是“认知吝啬鬼”，总是在竭力节省认知能量。人们常用以下几种方式实现这个目的：（1）忽略一部分信息以减少认知负担；（2）过度使用某些信息，以避免寻找更多信息；（3）接受一个不完美选择并认为已经足够好。这些方式难免会产生很多认知偏差和错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因效应)、关注最后一个信息(近因效应)、以偏概全(晕轮效应)以及非相关信息造成的稀释效应等。

在接受信息时,应该了解到语言和图形信息具有这样一些容易引起认知偏差的特点。比如,用“稳步上涨”或是“飞速暴涨”这样的词,和用“上涨”之类的不带修饰语的词描述股市情况相比,投资者更容易建立股市持续攀升的预期。[①] 具有煽动性的措辞会促使人们相信:股票市场肯定会有大起伏。如果有人说成功的机会是1/6,而不是16%,你有可能会冒险试一下。但如果说失败的概率是84%,你也许会敬而远之。投资者应有意识地留意信息的表述形式和出现的次序,努力从不同角度作出甄别和调整,看看是否会得出不同的结论。另外,有意识地寻找不同观点的评论作为参考,看看相反的信息是否会改变你的判断。股票分析图表也有同样的问题,人们总是关注最先看到的部分,特别是最近一段时间的走势和分析指标,发生“一叶障目,不见泰山”的错误。面对走势或分析图表,投资者应该问自己:假如按不同时段或者长期来衡量,市场目前是处于上涨、盘整、下跌、顶部还是底部?这个价位是多长时间内的新高或新低?这个指标是不是能够作为主要参考,还有哪些其他指标需要对照来看?信息是否提前发生了作用?这一信息是否真像别人说得那么好或那么坏?消息是出现在股票长期上涨之后还是长期下跌之

① 神经生物学家杰罗姆·莱特文(Jerome Lettvin)发现,青蛙的视觉神经中有一种特殊的细胞,这种细胞会在青蛙看到模仿苍蝇运动的抽象图形时,向青蛙的大脑发送信号。只要目标“间歇性”地表现出猎物特有的运动方式,青蛙就会本能地振作起来,并随时做好发起攻击的准备。因此,刺激青蛙的不仅仅是猎物本身,还有它们的动作。和青蛙一样,人的内在本质也服从于运动带来的刺激。罗伯特·扎乔克(Robert Zajonc)也指出,句子不是潜意识所能理解的。尽管反复接触“sex”这个词肯定会影响你的情绪,但成味饼干(sex biscuit)显然不会增加你的性欲。因此,潜意识诱惑的概念是毫无根据的。另外,单纯接触效应的存在却是客观现实的。就像看不见的月亮引力场会引起潮汐一样,我们也不可能体会到单纯接触效应的行为控制力,但它的存在却是不可置疑的。“进化论表明,我们应该把注意力更多地集中于新鲜事物或未知事物上。”罗伯特·扎乔克说,“如果你反复经历新的刺激,而它不能伤害到你,这就说明当这个事物出现在面前时,你就是安全的,它只会让你以更积极的态度看待这个事物,尽管你自己或许根本就没有意识到这一事实。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后？消息是更有利于股票还是不利于股票？其所在的产业板块是强是弱？整个市场有何变化，是上升还是下跌？


阅读资料

“便宜”的股票不便宜[①]

上市公司的股价从理论上说，只是公司价值和投资价值的反映。在公司的总股数保持不变的前提下，股价波动可以反映公司价值的变化。与此同时，公司股票价格也受到上市公司总股本和上市流通股本数量的影响。只要上市公司增加公司股份数量，那么同样价值的公司资产就会摊薄到更多的股份上，自然就可以降低每股股价。与此相反，只要减少公司的股份数量，就可以人为地推高股价。投资者对于那些进行拆股（在国内就是高股票红利和高配股）的公司在拆股前和拆股后的态度，也应该如同对待切成不同块数的蛋糕一样，不要被其迷惑。但是，事实上，散户对于公司拆股而引发的股价下跌存在异常强烈的反应。美国学界对此进行了大量的研究，发现散户投资者对于进行拆股的公司有非常强烈的兴趣。公司宣布拆股之后，尤其是公司的股价因为拆股而出现大规模机械性的下调之后（如公司进行买一股送一股的股票红利或是拆股后公司的除权股价会“下跌”50%，当然投资者在拆股后将持有两倍原来的股数，所以投资价值不变），公司股价会有一个显著的短期上升。公司宣布拆股之后，投资者尤其是散户投资者购买这些股票的倾向比原来更强烈。也许正是因为公司意识到散户有购买拆股公司的股票的倾向，公司才会有意识地通过调整自己公司的股票价格，来达到吸引投资者或者扩大投资者人群的目的。第二种解释是说，公司希望通过拆股来获得投资者的关注。本书之前曾提到过，散户对于近期股价创出新高或者新低的公司会给予特别的关注，也会集中购买这些公司的

① 参见朱宁：《投资者的敌人》，中信出版社 2014 年版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票。可能正是因为这个原因,公司通过拆股人为地让股票“创出”新低,不失为一种吸引投资者眼球的简单易行的手段。

通过对美国散户和机构投资者投资行为的分析,研究者发现散户在拆股后购买拆股股票的意愿比拆股前提升了200%。而在同期,机构投资者购买拆股股票的意愿只有小幅的上涨。散户对拆股股票的追捧,直接反映出他们对于股价变化有一种近乎宗教般的狂热,但却没能透过股价看到公司价值的真正变化。问卷调查投资者为什么对拆股的股票产生强烈兴趣的时候,散户投资者最主要的回答是:“因为股票变得便宜了,所以以后肯定还会上涨的。”美国资本市场的研究表明,公司是否决定拆股,很大程度上取决于市场上对于高价股和低价股的态度的转变。研究发现,在高价股表现越好的年份,上市公司进行拆股的可能性就越小,而进行反向拆股(把公司股数降低,人为地推高股价)的可能性也就越大。相反,在低价股表现越好的年份,上市公司进行反向拆股的可能性就越小,而拆股的可能性也就越大。由此可见,上市公司的高管确确实实是在利用市场对于高价股和低价股的不同态度,以达到迎合投资者、提升本公司股价和知名度的目的。在国内A股市场,上市公司假拆股、真套现的现象屡屡发生。有不少企业,利用拆股和高配送来吸引散户投资者购买本公司股票。同时,当散户投资者买入拆股股票从而推高股价的时候,一些内部持股人或是机构投资者就利用此机会,来掩护其减持自己手中股票的行为。

投资者确实喜欢购买“便宜”的股票。投资者一般会用公司的股价作为公司内在价值或者营运能力、盈利能力的预测标准。但很多投资者在利用股价预测公司价值的过程中存在认知误区:他们认为低价股就是便宜股票。上市公司是能够聪明地利用投资者的这种“贪便宜”的心理的。在上市公司认为有利可图的时候,他们就把自己公司的股价人为地压低,通过拆股来吸引更多的投资者进行购买,从而推高公司的股价。这一点不仅表现在公司对于是否拆股的决定上,在公司的IPO定价方面,也有类似的行为。通过对历史股价变化的研究,研究者发现低价股表现较好的年份,公司上市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后的发行价格通常（这里指绝对上市价格，而不是上市估值的市盈率）也比较低。根据美国的历史数据，在20世纪80年代初低价股比较流行的时候，美国上市公司的平均发行价格大概为每股10美元。但在互联网泡沫时期，大家都喜欢追捧高价股，因此，在1999—2000年互联网泡沫期间，上市公司的平均发行价为每股25美元，大大超过了历史平均水平。

人们往往接到信息就迫不及待地采取行动，生怕自己错过了机会。其实，淡定是投资者应该养成的一项关键品质。在寻找和接收信息时，投资者只需多花十分钟时间冷静想想，就有机会过滤掉多余和有偏见的信息，尽量减少框定偏差对决策的影响。

代表性偏差

对于投资者来说，这类偏差的一个很重要问题是对于不确定事件的发生概率的判断与实际情况不相符。人们总是过高估计自己的预测能力，并过高看重自己已经了解的情况，基于局部情况对整体作出预测并据此采取行动。同时，由于研究样本的数量较少，人们的预测偏于简单的线性外推，而忽略了周期性波动或均值回归规律。①

代表性偏差是每个人都会出现的认知偏差，但是每个人的情况有轻有重。人们会认为有相似特征的事物是高度相似的。代表性思维就是基于固定思维模式的判断。刚愎自用和自以为是的人尤其应留意。树立对于市场不确定性的正确认识是必要的。投资者应时刻提醒自己，市场走势和股票价格是不可预测的。你的预测只是猜测，是众多可能情况中的一种。其实不管投资者研究了多大规模的样本，这一条都是成立的。预测只是为了让我们为未来可能出现的情况做好心理和操作上的

① 投资者通常认为好（或差）的表现将会继续。例如，一只在过去三五年里表现糟糕的股票被看作是输家（冷门股），而在同样长的时间里表现出色的股票被当作赢家（热门股）。投资者喜欢追逐赢家，买入价格具有上升趋势的股票。尽管如此，从逆势投资的统计结果看，所谓输家的冷门股在后来三年里将会跑赢热门股30%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

准备。预测如果兑现，这是幸运或运气，不要因此作出自己可以预测市场的错误结论。

可得性偏差

人们倾向追求安逸，对于自己熟悉的事物感觉比较舒服，对于给自己造成深刻印象的事情，哪怕只是个人的意象或者虚幻的事情，也会相信其发生的机会更大。① 由于信息的可获取性不同，近因效应表现得更明显。② 投资者更关注受到媒体报道的股票，特别是近期的热门股票和基金。

这一偏差和个人主观性关系紧密，因此，破解之道也应从此入手，即客观了解别人的看法，尤其是那些和自己不同观点的人的分析。换一个观察者，可能得到的结果完全不同。要注意的是，人们往往下意识地愿意寻找或接受那些和自己有共同或类似观点的人。

锚定与调整偏差

锚定反映了人类大脑在思考问题时会设置一个参考点，而在改变看法时过于缓慢和缺乏弹性。投资者对于股票价格的预期会受到一些价格的影响，比如考虑再买入时，通常会以之前卖出的价格作为参考；卖出时会以买入价格作为参考。参考价格通常是某个阶段的最高、最低价格，甚至有时被选为参考的价格并没有太大的意义。投资者会将一个参考价格作为买卖操作的基准，固执地坚持低于某个价格买入或高于某个价格卖出。其实，无论是哪个价格，都很难表征企业的真实价值，所以，价格锚定只是投资者的一种认知偏差。

打破价格锚定的一个方法是不要刻意记录每次操作的价格，不以个

---

① 当人们认为自己的行动会招致特定的后果时，即使这种印象仅仅是幻觉，大脑中对收获进行反应的“尾状核”的部分也会被激发。

② 心理学家丹尼尔·卡尼曼发现，事件发生的时间越近，或是以往事件在我们记忆中越清晰，就越容易“跃入”我们的脑海，我们也越有可能觉得它会重复出现。研究人员对数百名散户投资者作出的预测进行了调查，结果显示，他们在对未来 6 个月股票回报进行预测时，对前一周股市的依赖程度是对前几个月股市情况的 2 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价格为参考调整仓位。采用资金管理方法，按照组合收益和止损计划进行操作。

心理学实验表明（Ganzach，2000），人们对风险和收益的感知经常会因情感的不同而发生变化，对负面情感事件经常会认为是高风险低收益的，对正面情感事件经常会认为是低风险高收益的；大多数情况下，具有好心情的投资者与心情不好的投资者相比，对自己的选择和判断更乐观。情绪成为决策过程中与认知并驾齐驱，甚至超过认知作用的一种重要成分。在一定的风险状态下，情绪和感觉总是会影响到人们的直觉和决策选择，产生的偏差被称为情感启发式偏差。这是我们下一小节要重点讨论的内容。

3.2　投资决策之前先问自己：你的心绪平静吗？

大多时候，人类的情感反应会背离理智和逻辑，并主导决策制定过程。情况越是复杂和不确定，情感对决策的影响就越大。投资决策必然受到情绪的影响，[①]作为理性的投资者，关键在于意识到情绪的弱点，提高控制自己的情绪反应的能力，用理性主导情绪和决策。

人们总是错误地把当时的心境带入正在进行的金融决策中去。如果心情很好，一个人很可能对投资作出乐观估计。情绪好坏导致增加或减少风险偏好。投资者的认知和心理偏差也往往受到贪婪、恐惧以及价格波动引发的个人财富变化的影响。什么样的人才能在股市投机中赢利？答案通常不是“新手”。[②] 股市投机为什么没有新手效应，这可能与

① 神经生理学和行为学证据已经表明，为推理和情绪服务的神经系统是不能分离的，因此，决策和情绪也是共生共存的。

② 新手效应是说初次进入赌场小试身手的人往往会获利。这里既有客观原因，也有主观因素。人们分析“赌场新手运气好”这个现象时发现，其实那些只花些小钱，带着玩玩心态去赌的人，反而容易走好运。同样是新手，有些人只是好奇地尝试一下，输赢都不大，而那些想获得飞来横财的人，输赢的差异很大。至于那些一心想通过赌博“咸鱼翻身”的人，更可能的结果是一败涂地。如果不是心理上过于孤注一掷，出现判断偏差，其实赌博输赢的概率是随机的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入市时人们的心态和期望有很大关系。股市的财富效应吸引人们进入，“一夜造富”的神话让人们误以为股市投资赚钱是很容易的事。[①] 抱有这种心态的新手，失手的机会较大；而具有信息不对称、经常受到内幕交易和操纵的股市，其公平性甚至还不如赌场，可以想象贸然闯入的投资者面对的结局将是多么惨烈。理性而不追求暴利，应该是股市投资的王道。要实现股市投机获利，关键在于你是否能够控制好自己在缺乏自信和过度自信之间，以及怕穷和暴富之间的心态平衡。

控制自己的心态和冲动的情绪，是说易行难的事。在意利弊得失之心，人皆有之。当市道喧嚣，“股神”辈出，甚至“连猪都能飞起”的时段，没有多少人能压抑住一朝发财致富的梦想，特别是媒体不断报道造富效应的时候，形成“贪婪”心态的条件全部齐备。此时，只要稍加引导，即可让暴富期望在过度自信的推波助澜下，发酵继而无限膨胀。其实，对于参与过股市投机的人来说，哪怕只有几天的大盘上涨，都可能带来股市已经进入牛市的错觉，生怕踏空而错失致富机会的心理，促使一些对诱惑抵御能力低的人过早重新投入市场。因此，相比恐惧而言，贪婪更是易犯的错误。

再看恐惧带来的结果。如果进入股市的人，若能时刻怀抱戒惧之心，未必是坏事。因为在正常情况下，适度的恐惧，可以抵消贪婪之念，尽管有踏空的问题，但是，未能获利和遭受财富损失毕竟不同。我们所说的恐惧的错误在于过度悲观和担忧，导致该出手时不出手，错失获利的机会。更多见的情况是，因贪婪而受损，一朝被蛇咬，处处怕井绳。行为金融学的研究证实，人在股市投机受损时，反而会改变风险偏好，由担心亏损兑现引发孤注一掷的冒险行动，抱侥幸之心，试图再赌一把彻底

---

① 假设股市投机的输赢几率也遵从概率统计理论。那么，只要你不偏执，买卖次数足够多，理性操作，赢利的机会有可能达到50%，如果大赢小输，那么整体收益是正数。但是，显然这样的操作不可能带来暴利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扭转乾坤。由于此时心理压力大，容易受情绪影响而判断失误，反而增加了失败的机会。这类例子简直是比比皆是，不胜枚举。

恐惧还有另一种表现，即在股价发生大幅下挫时，出于害怕损失扩大而于惊慌中卖出。这种情况有时是发生在个人由害怕损失而作出的割肉止损，更多情况是由“羊群效应”造成的。当市场发生恐慌性下跌时，这种恐惧情绪一传十，十传百，引发群体性抛售，反过来更加剧了下跌，造成恶性循环，市值蒸发，多数人都会亏损。此时，只有那些能够洞悉市场非理性下跌的人，才能克服恐惧，抄底买入，在市场恢复常态时，获得不菲收益。而那些无法控制恐惧，跟风卖出或者保守持仓待涨的人，账面上无疑会出现亏损。

面对动荡起伏的市场价格波动，除了对市场的随机和不可预测本质有深刻认识之外，把钱财看得淡些，有助于保持超然物外的客观态度，对于炒股大有助益。情绪化的投资者不要在市场下跌阶段频繁查看行情。法国哲学家布莱斯·帕斯卡(Blaise Pascal)的话一语道破天机：“人类的所有不幸，仅仅源自一处：不知道怎样呆在屋里，让自己少安毋躁。”在情绪高涨之时，无论乐观还是悲观，都不适合作出投资决定，此时唯一需要做的，就是让自己的心绪平静下来，一定要冷静地克制自己。

密歇根大学心理学家肯特·贝里奇(Kent Berridge)和加州大学心理学家皮艾特·温凯尔曼(Piotr Winkielman)指出：我们会在根本没有意识到内心世界的波动时被情绪击垮。[①] 你的潜意识很难控制，但是情绪

① 这两位心理学家把这种现象称为“潜意识情感”(unconscious emotion)。他们做过一个验证实验，口渴难忍的实验对象需要确定愿意花多少钱买一杯饮料。按平均水平，一组实验对象只愿意付10美分，而另一组愿意花38美分。两组之间的唯一差别是：第一组“吝啬鬼”看的照片是一张饥饿的面孔，而给另一组“慷慨解囊者”看的则是一张喜形于色的面孔。看照片的时间都不超过0.2秒，由于时间非常短暂，因此，这些实验对象根本不可能意识到照片中的内容是什么。在看到照片之后，没有一个实验对象表现出更愉悦或是更焦虑的情绪。但是，在观看时间延长到约1分钟的时候，“潜意识情感”就明显控制了他们的行为。皮艾特·温凯尔曼认为，在没有意识到是什么诱发出这种情绪或信念时，我们往往会倾向于服从这种情绪或信念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却是可以感知和克制的。

市场是恐惧和贪婪之间一种脆弱的平衡，只有那些善于观察和利用别人情绪而不是屈服于这些情绪的人才能赚钱。我们要学会控制自身的这些情感，同时辨别他人所处的情感状态，并研究利用这一点得以赚钱的方法。当恐惧变成一种我们能够辨别并可获利的情绪时，它就从我们的敌人变成了朋友；当我们认出他人身上的贪婪同时避免它干扰我们的行为时，贪婪同样会成为我们的盟友。

谨慎是健康无害的，而恐慌是有害的，对成功的渴望是必要的，而没来由的幻想是有害的。投资成功的关键因素，如果说只有一个的话，那么就是保持一种超然于情感之外的能力，这种超然通过知识和训练可以获得。

投资者随时应掌握自己的情绪处于什么状态：贪婪、恐惧、悔恨、快乐还是悲观，要清醒地认识到，无论是哪种情绪，都不适合作投资决策。曾有人在投资日记中做过“情绪记录”——记录情绪随投资涨跌出现的起伏：在价格上涨时，投资者往往忘乎所以；而在价格下跌时，则会垂头丧气。因此，投资者应学会控制自己的情绪。有一些投资者把自己的情绪作为反向操作指标：兴奋代表抛出时机已到，而惧怕则告诉他们，也许是到了买进的时候。[①] 这也许不够严谨，但确实可以起到对冲情绪影响的作用。

3.3 校准你的心理偏差和偏好

如果投资者都是理性的，就没必要再写这本书，市场也不会是今天这个样子。其实，自从有证券市场以来，它从来就是这样起起伏伏、

① 知名基金经理布赖恩·波斯纳(Brian Posner)曾说：“如果一只股票让我感觉到自己想抛出，那么这只股票十有八九是项好投资。”克里斯托弗·戴维斯(Christopher Davis)也曾说：“感觉到的高风险可以通过压低股价而降低实际风险。我更喜欢悲观市场中的低股价。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨涨落落的，认知和心理偏差以及情绪波动一直都是市场不稳定的根源。所谓理性，指的是超越动物水平之上的认识和适应环境的能力的总和，在行为上表现为个体具有自我约束能力。我们前面提到了投资者应该淡定、克制，现在我们谈谈自省。

过度自信

投资者往往认为自己很精明，特别是在牛市或者投资顺利的时候，会把成功归因于自己的能力，放松风险控制水平，接受以前不会做的交易。[①] 过度自信通常表现为对可能性的估计缺乏准确性——对好的结果的可能性过度乐观，以及在估计数量区间时过于狭窄。结果是对负面结果出现的准备不足，导致失败机会增加。同时，由于风险水平提高，损失也会增大。如果投资者之前取得的是小的盈利，而过度损失带来的是更大的损失的话，整体上必然是亏损的，这为大多数投资者长期而言是亏损或者不盈利提供了一个解释。另外，过度自信还有一个糟糕的结果，就是会使投资者在接触各种信息时，有选择地过滤掉打击自己自信心的信息，为自己的行为寻找支持。

过度自信来自于对市场随机性和个人能力的错误认识，老练的投资者都对市场的不可预测性有一定理解。在这一点上理解得越深刻，就越容易纠正自己的这种心理偏差。另外，投资盈利后应提醒自己“回到原点”，越顺利时，越需要警惕骄傲和心理上的轻视倾向。

证实偏差

投资者一旦形成了一个设想或看法，就会寻求支持自己的证据，过滤或者忽视与其观点不一致的新信息，并刻意地将一些证据以对自己有利的方式理解和解释。这也就是人们常说的“偏听、偏信、偏执”。这种

① 这是自我归因效应和赌场资金效应。已经获得收益的投资者在未来投资时，决策倾向于过度自信，而且在损失时的痛苦较小，同时由于有更多资金，因此投资的风险容忍度提高了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心理偏差导致了缺乏弹性的直线式思维和锚定现象，持续看多或看空，对于市场出现的新变化无动于衷，无法采取及时的应变措施，导致损失扩大。

证实偏差除了因为信息本身具有多种解释和歧义性之外，人们不愿意承认错误的心理是主要症结。在得出结论后，人们不会愿意寻找证据反驳自己的观点，这是非常容易理解的。避免这种心理偏差来自于个人理性。人最难的是超越自我，客观地看待外界信息，特别是留意与自己想法不同的信息，这是一种修为。

从众

投资从众行为发生的原因可能包括：投资者缺乏信息，越是缺少信息，越容易依赖和听从他人的意见；偏离大多数人会产生孤单和恐惧感，形成心理压力。缺乏安全感的人和过度重视外界评价的人往往具有很强的从众心理倾向，比如有焦虑心态的人，女性往往比男性更易出现从众心理。①

损失厌恶

卡尼曼和特维斯基发现损失对投资者带来的负效应是同等收益带给投资者正效应的2.5倍。厌恶损失会导致投资者过分担心短期损失，而牺牲了获取长期收益的机会。投资者过于频繁地审视自己投资股票的表现，每当出现账面损失都会承担心理压力，导致损失厌恶这种心理偏差打乱了原定投资计划的执行。

减少这种心理偏差的干扰可以通过根据资金管理的原则设置合适的止损点，并使用股票软件的报警提示功能，而不是频繁地查阅股价即

---

① 伯恩斯发现，当人们成功地抵御住群体的压力时，大脑活动主要出现在与情感相关的区域，人们本能地感觉到违抗群体观念会带来危险。实验表明模仿行为的根源，其实是一种自动的、无意识的、本能的行为，是人类与生俱来的生理天性。当然，模仿也可以建立在我们有意识的策略之上，比如为了逃避责任。人们最常适应的对象就是别人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时表现，减少价格下跌波动对投资者情绪的影响。

后悔厌恶

后悔是投资者为没有作出正确决策而产生的自责心理。例如，卖出的股票后来又上涨了，或者没有卖出的股票下跌了。投资者可能会把这些都归为损失，投资者除了忍受损失带来的痛苦之外，还会为造成损失的后果承担责任而痛苦。另外，有人做过统计，发现投资者进行的200万次交易中，15%的买进指令是投资者重新买进前12个月里曾买过的股票。投资者重新买进因收益而抛出的股票的可能性，是赔钱抛售股票的2倍。这些曾经的胜利者，在股价低于前次卖出价的时候，经常还会买入。任何股票都不可能永远保持上涨，因此在高位套牢的风险越来越大，而投资者对此可能浑然不知。

后悔厌恶可以通过一些安排减轻，如在不得不或者强迫的情况下作出决策，或者无须对决策负责。另外，没有采取行动引起的后悔要比采取行动后的后悔感更强。投资者应该有意避免在卖出后再去比较股价的走势，因为股价波动本质上是无法预测的。在卖出之后，股价无论上涨还是下跌都是正常的事情，是随机的，投资者此前的卖出是否正确与卖出后的股价表现无关。因此，应该基于设定的收益标准进行止盈操作，而不是将其建立在对股价走势预测的基础上，就可将投资者从后悔厌恶这种心理中解脱出来。

模糊厌恶和熟悉偏好

人类本性上对于知道的事物感到舒适，而对外来的或较陌生的事物感到厌恶或害怕。人们会回避去做不熟悉的事情。投资者因为熟悉而过度投资的倾向与此相关，比如雇员因为得到自己公司的信息较方便而更愿意投资自己的公司，人们倾向于投资本地附近的上市公司或者知名

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的股票。[①] 谷歌这类股票之所以受欢迎，可能是因为投资者和他认识的大多数人都经常会使用谷歌搜索引擎。每多一次使用搜索服务，会让用户更熟悉它，更容易喜欢上它。这种熟悉感支持了谷歌股价。[②]

1999 年 6 月，eBay 网曾出现“黑屏”达 22 小时之久，损失了约 400 万美元的手续费。在随后的 3 个交易日，eBay 的股票下跌了 26%，市值损失超过 40 亿美元。但 eBay 网很快就恢复平稳，而且股价也在此后的 5 年里翻了 3 倍。投资者可能对于网站崩溃这类事件缺乏了解，因此作出了过度反应。这是一个反面案例。

当投资者的自身收益让他们误以为市场越来越安全时，就敢于承受越来越大的风险。也许你自己并没有意识到，但最终你总会盲目轻信所谓的安全条件。在经历了一系列盈利性交易之后，我们会不自觉地关闭杏仁体，让盲目的安全感占据我们的大脑。这种安全幻觉很可能会让你陷入险境。

处置效应

投资者盈利时，面对确定的收益和不确定的未来走势，为了避免价格下跌带来的后悔，倾向于卖出股票获利了结。而在出现亏损时，为避免兑现亏损带来的痛苦，倾向于继续持有股票，希望日后有机会回补损失或翻盘。这就是“过早卖出盈利股票，过长时间持有亏损股票”的处置效应。

投资者的误区可能有两个：其一是认为账面损失不是损失，其二是

---

① 把资金投给自己所在的公司，这样做能激活大脑的位置细胞，使投资者的脑海充盈着对公司的亲切感和熟悉感。神经学家对那些认为可口可乐比百事可乐更好喝的人进行了研究，结果表明，在蒙住双眼的情况下，他们根本就无法确认自己更喜欢哪种口味。在品尝饮料之前，如果受试者看到的是带有百事可乐商标的饮料罐，其记忆中枢和反射系统的情感回路只表现出轻微的活动，但在看到可口可乐的红色标志时，记忆中枢和情感回路就会进入高度兴奋状态。事实上，人们之所以喜欢可口可乐，主要是因为更熟悉。投资者投资知名企业的股票，是因为名称本身让投资者对这些股票感觉更好。

② 当一家公司成为很多人的宠儿时，就会变成“明星股”，注定会被高估，最终会在热捧中价格暴跌。值得注意的是，熟悉容易养成思维定式，最终导致投资失败。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后悔卖出太早而重新买入。对于前一种心理，只有在账面损失能够挽回，而且持有不会带来额外成本（包括机会成本）时，才是正确的。我们前面已经看到，当亏损达到一定程度时，弥补损失所需要的时间和投入的资源是巨大的，甚至不具有可行性。因此，我们认为止损应该完全依照预先确定的止损计划进行，这是最后一道防线，应无条件遵守。而卖出太早是个假问题，从防范风险角度说，哪怕一次少赚一点，也胜过贪婪导致难以预料的更大损失。少赚胜过不赚和亏损，这是略微保守的做法，更好的做法是按照止盈计划执行。

心理账户

有些投资者会把赚到的钱和亏损的钱分开计算，或者对本金和盈利有不同的对待态度，也就是根据钱的来源划分，而不是视为同等的价值，放在一起合并计算。这种心理偏差的后果是对亏损过分敏感，执着于翻盘，引起心理失衡，从而加重了处置效应。① 同时会将盈利看作是身外之物，容易放大风险容忍度，造成更大损失。

正常的观念是将所有的钱，无论亏损还是盈利，合并计算，从投资组合的角度进行规划、执行和核算，减少个别投资项目盈利或失利对投资者心理造成的冲击。

3.4　把握市场情绪

认清自己，把握好自我，奠定了股市胜出的基本条件。要想在零和博弈中战胜对手，还必须了解对手。股市中的对手方是不确定的，其实可以理解为市场情绪（market sentiment）。

市场情绪主要指大盘、板块、个股的热度和市场是否处于过度兴奋

---

① 当投资者决定要出售亏损股票时，可能倾向于在同一天卖出多只亏损股票。投资者可将这些亏损股票一起卖出以一次性录入亏损，就将懊悔的感觉限制在一个时间段里，不让懊悔多次出现。另外，投资者在获得了巨大盈利时也有可能这样做，因为盈利的快乐超过了关闭账户带来亏损的痛苦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

状态(恐惧或贪婪)。市场规律是循环往复,过热必然转冷,恐惧和贪婪往往随行。投资者如果能在市场转折点到来前及时警觉,就可以处于有利之地。在大多数时间里,众人是正确的,只有在反转点时,众人才是错误的。只有这个时刻,市场才能发挥筛选作用,让成功的投资者脱颖而出。

市场情绪驱动了投资者手中的资金,导致价格升跌。前面已经讲过一些测量市场热度的指标,其实这类指标因为收集数据方法的局限性,都不是特别可靠。在不同的市场,可能有不同的参考指标。比如 A 股的开户数,在 2007 年上证综指上涨到 6 000 点的时候,活跃户的比例和开户频率最高;2012 年熊市则是 A 股市场上“僵尸”户或销户最密集的阶段。

辨别市场的热度和情绪的过度化程度是一门艺术。阿姆斯指数可以指示市场是处于牛市还是熊市气氛中,但何时参与和退出市场,无法简单地按照一个数值行事。众多的好友指数给出的数值本身可能都无法准确衡量投资群体对于市场的态度。

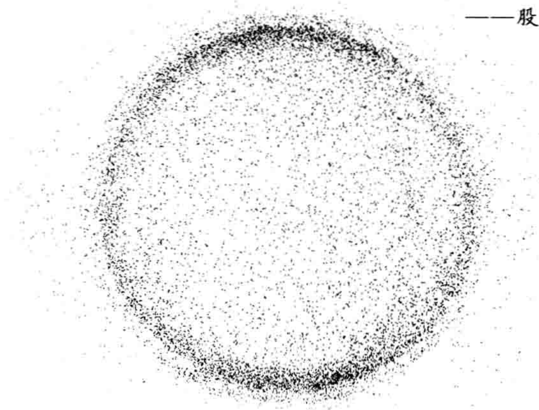
牛市时,期望和贪婪压倒了恐惧,控制了市场大局,推动股价进一步走高。在这个过程的前期和中期,投资者应该适时跟风介入市场,而在牛市的后期,随着市场越发贪婪,应及时全身而退,而且坚定立场和遵守纪律非常重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章
道与术

投资者都是普通人，总不免会发生错误。只要肯认输，接受失败的现实，及时反思，将自己从普通大众中提升为有独到眼光见解的人，才可改变自己，跻身成功人士行列。

——股市达人（佚名）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市面上的炒股方法类图书很多，无论是价值投资方法、投资组合方法(包括量化投资)还是各种技术分析系统，都是关注操作层面，这是术的层面。每种方法都有其理论基础，比如基本面或有效市场，它们的共同理念都是价格或价值可决定/可预测。本书主要不是探讨股市投资的操作方法，而投资理念更是迥然不同，即价格本质上是随机不确定的、不可预测的，主要受到认知、心理和情绪的影响。笔者将本书的理念和脉络用下图表示出来。

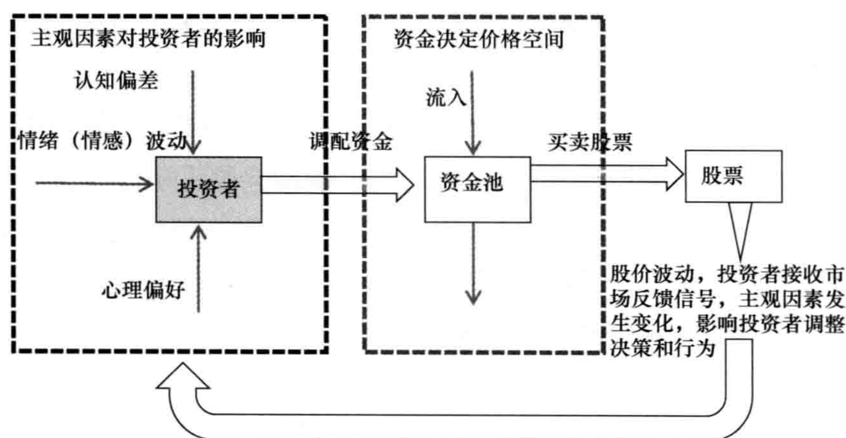


图 9-1　本书的核心概念框图

股票价格最终是资金运动的结果，而资金的影响反映在主观和客观两个方面的因素之上：资金池的量和投资者调配。前者受限于一定的外部因素，如宏观经济中的市场，资金充裕性、利率水平、通胀情况、政策影响等，决定了股市运行的价格和规模空间。在这个可变范围内，后者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起到主要作用。而投资者调配资金的动作来源于投资者对股市和股票的认知、心理和情绪反应。

第一节 投资方法的思考

> 当人们所做的风险决策涉及金钱时，情感可能会战胜理智。应该冷静地摆脱感情的束缚，而最要紧的是，别为感情找出什么合乎逻辑的解释。
>
> ——安德烈·科斯托拉尼

投资股市的收益只能通过两种途径显现出来，一种是现金红利，一种是股价。两部分之和即为股票投资收益。当然，股价既可表现为资本升值，也可表现为资本贬值。实际上，以货币金额计算，股价部分在股票投资收益中的比重远远超过了分红。即便是价值投资者如巴菲特，在衡量股票投资收益时也只能采用这种算法，而不能按照其价值估值结果入账。因此，无论哪个流派的股市投资者，关注的都是股票的价格。

价值投资者有个理念是认为价格终将反映价值或相差不远，因此，按照基本面选择好股票必能得到满意的收益。但是，当价格偏离价值比较远时，价值投资的账面表现会很难看，而这种情况并不少见。在这个"看脸"的时代，不能不说这很尴尬。价值投资者的应对方式是无视价格变化，对于他们来说，股票投资不存在市场风险，只有投资风险。我们应该佩服这种高屋建瓴的气度和胸怀，至少价值投资者可以说服自己不受价格波动的情绪干扰，减少认知偏差和心理偏好，一心一意做好基本面研究和跟踪。但是，在这个信息严重不对称，而且变化日新月异，竞争异常激烈，企业持续经营饱受考验的商业环境中，能否客观准确地衡量企业的价值，是个颇有争议的论题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

各种技术分析指标和方法，各有千秋。从技术分析的本源上看，其实它们是采用技术的手段，试图抓住投资者和市场心理的变化。但是，随着时间推移，技术分析越来越偏离这个基础，过度依赖所谓的科学方法预测市场走势和价格变化。这种工具化倾向发展到了认为市场是可以预测的，则与本书的观念渐行渐远。

不同的年代流行不同的理论，没有哪个方法能够在市场上持续有效。20 世纪三四十年代前，道氏理论应运而生，被证明确实适合美国市场，赚钱效应显著。后来的艾略特波浪理论、市场效率假说等等，都曾占有一席之地。人们发现：当某个理论被普遍采用之时，正是其失去效力之时。[①]格雷厄姆对此解释为两个原因：首先，随着时间的推移，旧的准则不再能适用新情况。其次，在股市发展中，交易理论本身的流行性行为也会发生一定的影响，这从长远的观点看降低了其获得利润的可能性。

任何一种有效方法的最初使用者只是一小部分人，随着他们赚取的收益逐渐增多，越来越多的人开始学习和使用，投资者群体行为逐渐趋同，这违反了零和博弈的原则，因此，任何固定模式的方法的有效性都难以维持。笔者认为市场在短期内是没有模式的，法无定法，势无常势，不确定性是其唯一特点，人们总结的很多操作方法正是建立在认知偏差、心理偏好之上，而且没有考虑到投资者情绪的重大影响。当绝大多数人采用的是具有这些缺陷的方法时，那些能够跳出圈外，客观看待市场和自我的投资者，将有很多机会利用对手的弱点取胜。但是，因为人类自身的理性和自控能力缺乏，只有极少数人能够做到这一点，所以，股市投资成功只能属于这少部分参与者。

---

① 有人将其称为“股市规律自灭定律”，即当股价运动规律一旦被发现并被投资者广泛采用时，这种规律将自灭或转变成一种与之相异的形式。本杰明·格雷厄姆在《聪明的投资者》一书中也描述了这种现象：任何容易在股市上被大多数人掌握和运用的赚钱的方法都太简单，太容易结束了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笔者不否认现有方法仍具有一定的参考和使用价值。它们对行业、企业的分析是需要的,笔者在股市操作中就综合了基本面和技术分析很多好的做法。例如,基本面分析虽然无法证实企业提供的信息是真实的,但毕竟可以框算出一个估值范围,结合宏观和产业发展,有助于确定是否具有一定的投资价值以及价格的底线区间。很多技术指标很重要,在根据基本面选择了投资标的之后,选择相对好的入市时点,观察市场情绪和价格走势,及时止盈止损,资金管理系统都不能缺少技术分析的支持。但这些只是基础,是具体的方法选择和使用问题,没有涵盖“人”这个最重要的不确定因素,因此并不能保证成功。归根结底,成功的关键还在于控制住自身的冲动。

冲动是魔鬼,在这个魔鬼的身后,隐藏着一头“欲望野兽”。换言之,冲动是欲望的果,欲望是冲动之因。大凡历史也好,村街里巷见闻也罢,少见有因冲动而导致良好或符合预期结果的案例。因此,我们急需控制冲动,并通过管好欲望达到理想效果。

人的欲望,按佛教“人性之五毒”的说法,不外是“贪、嗔、痴、慢、疑”。具体对应贪爱、贪欲、贪念多;多怨恨、爱使气;愚痴无明、一厢情愿;骄慢自大、自以为是;狐疑猜忌、犹疑不前。贪念、贪欲是人类之大戒,其他欲望或多或少源于人的贪欲。嗔、慢也是股市常见病状,源于投资者的自我认知不足,多将挫折失败归于客观原因,而将偶然的胜利理所当然地视为己功。由此一则大怒,一则大喜,而在旁观者看来,或疯痴或癫狂,不可理喻。笔者投身资本市场多年,奉行一个基本原则,即从不向他人推荐股票,也是出于这个原因。投资标的的选择,背后都有一定的前提条件和理据,以及对投资时限、投资回报的预期。“我之美味,也许乃汝之毒药,吾之所想,非汝所图”,因此个人选择多半不适合于他人,如果别人依样画葫芦,责任在彼而不在我。何况人的想法在变,市场在变,投资之后的临机处置方式也不同,由此会造成同样的选择,结果却

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大相径庭。股评人士或以荐股为业的人士，最终会被股民抛弃，也是因为众口难调，听你的建议赚了钱的人，将你奉若神明（股神因此横空出世），踏空或因你建议而套牢或割肉的人，则视你为寇仇。身陷如此进退无据之境，皆因人类本性中的嗔、慢。

很多人都遭遇到类似情境，股价一升就担心踏空，失去了买入的最好时机，怀中如揣了一只兔子，跃跃欲试，最终可能在当日价格高点杀入，却没曾想会遇上“一日游”行情，此后或阴跌或盘整，懊悔之情，难以言表。这是因贪而“痴、疑”的一个典型场景。坦率地说，笔者自己也避免不了犯这种错。贪念会驱使自己忘记或不愿意花费时间采用多种分析方法进行对比验证，有意或无意地过滤掉不利的信号、信息，在过度自信的“执”念之下，忍不住买入。可见管好自己，破除“我执”是多么困难。即便技术水平再高，贪念之下，也会让人顿失分寸，把谨慎克制抛到九霄云外，慌乱之中，埋下铸成大错的种子。

同类情形还有很多，比如过早抄底，希望股价还会上升而不肯兑现收益等。恐惧，有时表现为害怕过早卖出而赚不到更多的回报，有时表现为担心过早买入而被套，也可以表现为害怕过晚卖出或者过晚买入。总之，贪欲和得失心过重，会让投资者丧失或弱化其客观分析判断能力。在这个问题上，没有绝对正确的答案。对买入和卖出时点的把握，需要求助其他方法，比如价值投资者、技术分析流派，都有自己的方法论。这里要强调的是，不论你采用什么样的投资理念和体系，即便不完美，都应严格执行，要能做到不因股价发生波动而乱了心性，放弃原则和规定的方法，在冲动之下作出买入或者卖出的决定。

很多炒股的人都有自己的一套投资理念和方法体系，在正常情况下，只要沉稳应战，多数都有不错的收获。问题在于，干扰是无处不在、无时不在的，来自外界的信息和价格扰动了内心宁静。如何稳住自己的心态，才是克敌制胜的要招。御外敌须先制内贼（心之贼），这就是内省

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的功夫。价值投资难在“守”字，如但斌所说“守股如守寡”，即便当初决策正确，日后能否成功，终究看“守”的功力。技术分析，难在客观，即便用得恰当，仍要防止自己作出选择性的解读和判断。一句话，不要跟着心走，要守定自己的原则，遵守投资的纪律。

人类也许永远无法战胜自己，一旦被欲望束缚，即刻落入“执”的巢穴，不由自主地做错事。谁能超然跳出身外，来客观看待自己、观察世界呢？这也许有点强人所难。可能这也是催生程序化、量化投资的兴起的一个原因吧。机器显然能够克服人的一些本质缺陷，但也会带来其他问题。

在本节最后，我们将本书的一些精华观点再归总，补充一些从其他方面收集的零碎投资感悟，希望能够起到提醒和启发作用。


阅读资料

理性投资摘要

（一）

大多数人并不了解自己的心理和行为。作为投资者，更好地了解和认识自己，我们应该懂得：

（1）金钱上的损失或收益不仅反映在财务或心理上，而且还能对我们的大脑和身体产生深刻的生理影响。

（2）在同一种刺激连续重复两次之后（比如说，一只股票的价格连续两天上涨），我们的大脑会自发、不可控制、下意识地去期待第三次刺激的出现。

（3）如果人们认为一项投资的结果是“可预测的”，当这种可预测的外在模式中断时，大脑就会发出警报。

（4）在人类的大脑中，对财务损失的处理和对死亡危险的反应发生在同一区域。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(5) 大脑对预期收益和实际收益的反应完全不同，这也许可以帮助我们解释"金钱不能买来幸福"的原因。

(6) 预期好事和坏事的感觉，往往要比实际经历它们更为强烈。

(二)

成功投资者应具备的10种素质：

(1) 时刻关注基本面与政策面。

(2) 不为市场情绪所左右。

(3) 市场狂热时看到风险，市场萧条时发现机会。

(4) 宁可错过，也不做错。

(5) 把握卖点胜于寻找买点。

(6) 戒贪婪，"贪"字近"贫"，"婪"字近"焚"。

(7) 不要有思维定式。

(8) 不频繁查阅股价，按计划止盈止损。

(9) 不要参与博傻投机。

(10) 不相信股评和荐股。

(三)

成功投资的关键在于承认我们和其他人一样，都有可能受到行为偏差的严重影响。如果我们能在投资策略中消除情感及主观因素，我们就可以在长期中战胜市场。为此应该：

(1) 制定现实可行的投资目标。

(2) 以更大的安全性赚取更高的收益。

(3) 让自己成为一名心平气和、富有耐心的投资者。

(4) 更好地利用市场消息，滤除市场噪音。

(5) 衡量自己的技能极限。

(6) 最大限度地减少犯错的次数和程度。

(7) 不必在犯错误的时候惩罚自己。

(8) 把自己限制在能力范围之内，然后放弃其他一切无谓的尝试。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（四）

人与人之间的互动在金融决策过程中很重要。从他人的观点和情绪中得到的暗示也会影响一个人的决策。赢家有一种独特的态度，让他们保持有纪律、专注，以及在不利状态下的自信。结果是通常的恐惧和交易错误会传染给其他人，但他们不受影响。你应从自己的投资反应中消除情感因素，制定良好的和可控制的投资规则：

（1）深思熟虑，不要被他人所影响，要自己去判断。

（2）要向传统智慧挑战，大众往往是错的。即使是专家所说，也要用怀疑的态度去看待处理。

（3）一定要控制个人情绪。周围环境的人，他们的情绪会影响到你，你反而因此要加倍冷静。

（4）当事实与希望并非相符时，勇于承认错误，以平和的心态接受而不自责。投资者应该主要关注长期结果，并据此作出投资决策。

（五）

股票的价格，包含了投资者关于该公司已知情况的所有认知——从基本面、经济形势到公众的恐惧与希望。在把各种因素转换为价格方面，这种转化是通过情感过滤而发生的。价格变动的原因无关紧要，能够从变动中获得收益才是最重要的。

让自己处于易防守的位置，将令你维持对抗市场最大逆境的能力。无论在牛市还是熊市，永远留出20%—30%的机动空间。价值面作为选股的底线的好处是，无论是因为什么原因在跌，你都不用担心到神经衰弱，睡不着觉。

你应该为了抓住赚取期望利润的机会而交易，你不该为了赚得短期利润的喜悦而交易，你不该为了证明你的市场分析的正确性而交易，你也不该因为追求行动的刺激而交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节　安度股市人生

投资者，其实首先应该是个性较完美的人，要有定力，这是一种修为。投资和做人，本就是一回事。

——作者题记

如果你爱 TA，请你把 TA 送往股市；如果你恨 TA，也请你把 TA 送往股市。这是一句老调重弹。从笔者个人的观点看，劝人加入股市，实在是惩罚的意味多于爱护。这是人性使然。只有真正摆脱了人性枷锁的非常之人，才能够真正摆脱烦恼，在股市中应付自如，乐享所得。

股市是人性的放大器，弱点不仅被成百倍放大，甚至会让一个人癫狂，导致个人财富尽失。很少有人真正了解这一点，那些抱着不切实际的幻想，懵懵懂懂闯入市场的善良之辈，会很快被洗劫后淘汰出局。而那些所谓强手，会经历高潮更为起伏跌宕的人生，其中绝大多数会在遭遇了更恶的围追堵截之后灰飞烟灭。无论"韭菜姑娘"还是李费佛这样的"江洋大盗"，最后都只有一条路可走。

安度股市何其难哉！投资大师菲利普·费雪（巴菲特视其为老师，形成了巴菲特投资哲学的一个重要支柱）说，股票市场本质上具有欺骗性，跟随大众去做，或者听从自己内心的呐喊去做，事后往往证明是错误的。当然，中国股市还有另一个陷阱，即跟随形形色色的"股神""大仙"去做，包括他们撰写出版的各种所谓的抓黑马、抓涨停的"贴身绝技"，都会使你的股市之路布满各式陷阱，平添许多凶险。这也是笔者并不主张朋友们进入股市的善意所在。股市就是江湖，非内心淡定、武艺高强、智勇过人者，要想如履平地、左右逢源，几乎是个不切实际的梦想。

叱咤股海江湖，需要先备足十八般兵刃。此处所指绝非各家来路不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明的炒股秘笈之类的书籍或文章。进入股市先不要求财，而应将安身立命放在第一位。所需功夫就是正确的投资理念和心态。所谓理念，应该体现在对财富的理解和财富增值的目标上。弱势的心态包括“贪、嗔、痴、慢、疑”，导致对所处环境和自身的错误判断。最忌将股市当成赚快钱和一夜暴富的机器，这是最不应有、最离谱的想法。投资股市，求财与人性升华同样重要，前者是物质财富，后者是精神所得。这不是刻意伪装或者拔高，今天的股市已经不会给你暴利暴富的机会了，如果目标错误，你已有的财富可能会迅速化为乌有。这可能是因为各种难以辨别的欺骗行径，但最终是因为个人受不住贪婪的诱惑、恐惧的袭扰，而将财富拱手让人。股市是零和游戏，在击鼓传花暂停的那一刻，有些人将永远地出局，财富重新被分配。一轮一轮的金钱游戏，自从市场诞生以来，从没改变过规则和结局。那些不善于分辨，没有自我控制能力的人，一开始就注定了失败的结果，在错误理念的指导下，盲从着自己不断膨胀的贪念和恐惧，或快或慢地跌入深渊，最后变得一无所有。

理念和心态，属于“道”的层面，非杰出之人很难达到。但是，作为安身立命的基本功，又必须将其时刻牢记于心，时时不忘锤炼。如能坚忍不拔地修炼，常人未必不能入化境。这是一辈子的功夫，求道就是求财，道与财相生相长。

中国太多的散户更重视短线的炒股技术或技巧，这只是“术数”，雕虫小技而已。能取胜一时，却无法使财富持续增长。A 股市场至今少见常胜将军，更多的高手不过是阶段性的冠军，轮流登场，各领风骚于一时。从“术”的层面看，又有诸如基本面、技术分析、数量模型、资金面、心理面等诸多流派，各有侧重。不同流派还可能分为不同风格的操作方法。比如，基本面就有“买入 + 长期持有”“买入—持有—卖出”，技术分析有 K 线、划线、数浪、指标、形态等，不下数十种之多。术与道相比，尽管花样繁多，但毕竟属于技巧范畴，熟练即可掌握。而“道”指明的是方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向，方向错，则技术陷入误区，学得精不仅没用，更是害处无穷。而正确的观念和心态，也对“术”有所选择，比如在市场是否可以人为预测和掌握的问题上，认为市场波动无法预测，必然在方法上倾向于价值投资或者顺势而为的波段操作；而持相反观点的人，则青睐看图看指标，寻找买卖时机。

正确的“道”，譬如为人，需要一生的坚持，去修炼升华；而“术”则需要因地制宜、应时而动，不同操作方法的使用条件不同，而不同的市场，甚至同一个市场在不同的发展阶段，提供了不同方法的用武之地。简言之，“道”是根本，要求隐忍坚持；“术”是手段，须能随机应变。“道”能安身立命，“术”能助力财富扩张，有守有攻，进退有据，收放自如，方可成就股市霸业。炒股之人，按道术差别，可分为上、中、下及等外：上等之士，有道有术，以道驭术，行走江湖如履平地；中等之才，有道无术，敦厚执着，辅以训练，大器可成；下等之材，有术无道，偶有斩获，终为瓦砾，碌碌而终；而无道无术者，只能求助于神佛庇佑，如夏之青韭，任凭宰割，列为等外。A股投资者中，最后两等占绝大多数。但愿本书能提醒他们，先树立正确的投资理念，培养淡定心态，及时检讨，以免因轻敌而铸成大错。

股市如人生，如能最终做到淡定、克制、自省，方得自然之道，进退自由，不生丝毫羁绊，了无烦恼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跋

这本书筹划了两年多时间，从 2013 年签约到今天完稿，费时一年之久。不算草就，但也远未达到预期目标。如何定位本书的读者群，我和策划编辑徐音之前有过不少讨论。书稿完成时，已是朱梅全编辑接手继续处理。经过两位编辑之手，本书汇集了行为金融和投资心理学众多成果，拉拉杂杂，希望能对读者有所启发。首先感谢北京大学出版社两位编辑的不懈努力和心血，感谢我的家人默默无私的支持。对于一个从事投行工作的人来说，还能有时间每年出版几本译著和专著，家庭的牺牲和支持是难以计算的。我自己的辛苦比起这些牺牲来说是微不足道的。我在想，这只是一个开始，希望行为金融学能够引起更多人的兴趣，并成为经济学发展的新的引爆点。希望有志于此的同道一同努力，在这个领域里作出中国经济学者的贡献。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考文献

〔美〕本杰明·格雷厄姆、戴维·多德:《证券分析》,徐彬等译,中国人民大学出版社 2009 年版

〔美〕本杰明·格雷厄姆:《聪明的投资者》(第 4 版),王中华、黄一义译,人民邮电出版社 2010 年版

〔法〕古斯塔夫·勒庞:《乌合之众》,冯克利译,广西师范大学出版社 2007 年版

〔美〕杰拉尔德·勒伯:《投资存亡战》,冯松译,电子工业出版社 2012 年版

〔美〕杰西·利弗莫尔:《股票作手回忆录》,黄程雅淑、马晓佳译,中国青年出版社 2012 年版

〔美〕彼得·L. 伯恩斯坦:《投资新革命》,高小红等译,机械工业出版社 2010 年版

〔英〕查尔斯·麦基:《财富大癫狂》,廖汇恒译,中国人民大学出版社 2011 年版

〔美〕汉弗莱·B. 尼尔:《逆向思考的艺术》,丁圣元译,海南出版社 2001 年版

〔美〕菲利普·A. 费舍:《怎样选择成长股》,冯治平译,地震出版社 2013 年版

张建军编:《金钱游戏:一个投机者的告白》,地震出版社 2004 年版

〔匈〕安德烈·科斯托拉尼:《大投机家的证券心理学》,林琼娟译,重庆出版社 2007 年版

李心丹:《行为金融学:理论及中国的证据》,上海三联书店 2004 年版

〔美〕詹姆斯·奥肖内西:《投资策略实战分析》,马海涌等译,机械工业出版社 2014 版

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

〔美〕贾森·茨威格:《当大脑遇到金钱》,刘寅龙译,广东经济出版社 2009 年版

彭贺:《金融心理学》,上海财经大学出版社 2008 年版

〔美〕约翰·R. 诺夫辛格:《投资心理学》,郑磊译,机械工业出版社 2014 年版

〔澳〕布伦特·奔富:《交易圣经》(修订版),麻勇爱等译,机械工业出版社 2013 年版

〔美〕斯蒂芬·比加洛:《蜡烛图方法》,杨永新等译,机械工业出版社 2011 年版

扁虫鱼:《投机者的扑克》,机械工业出版社 2010 年版

〔美〕帕特·多尔西:《巴菲特的护城河》,刘寅龙译,广东经济出版社 2009 年版

但斌:《时间的玫瑰》,山西人民出版社 2007 年版

启明、赵江辉:《冲刺白马股》,机械工业出版社 2014 年版

〔美〕威廉·欧奈尔:《笑傲股市》,宋三江等译,机械工业出版社 2010 年版

〔美〕大卫·德雷曼:《逆向投资策略》,郑磊等译,机械工业出版社 2013 年版

〔美〕马克·道格拉斯:《交易心理分析》,刘真如译,电子工业出版社 2011 年版

〔美〕佩里·J. 考夫曼:《技术交易实战宝典》,高歌译,机械工业出版社 2014 年版

〔美〕拉里·威廉斯:《短线交易秘诀》,穆瑞年等译,机械工业出版社 2013 年版

〔美〕罗闻全、贾斯米娜·哈桑霍德齐克:《技术分析简史》,朱振坤译,机械工业出版社 2014 年版

朱宁:《投资者的敌人》,中信出版社 2014 年版

〔美〕迈尔·斯塔特曼:《为什么你炒股赚不到钱:行为金融的投资启示》,孙皓等译,机械工业出版社 2012 年版

〔美〕纳西姆·尼古拉斯·塔勒布:《黑天鹅的世界:我们如何被随机性愚弄》,盛逢时译,中信出版社 2009 年版

黄圣根:《期货投资的艺术》,机械工业出版社 2013 年版

〔美〕约翰·帕利卡:《超额收益融合战法》,陈丽芳、何峻译,机械工业出版社 2013 年版

〔美〕彼得·林奇、约翰·罗瑟查尔德:《彼得·林奇的成功投资》,刘建位、徐晓杰译,机械工业出版社 2010 年版

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

〔美〕亚当·史密斯:《超级金钱》,李月平、曲绍宏译,机械工业出版社 2010 年版

〔美〕史蒂文·阿基利斯:《技术分析指标大全》,应展宇、桂荷发译,机械工业出版社 2011 年版

〔美〕科林·亚历山大:《股票市场的时机选择》,郭洪钧等译,机械工业出版社 2011 年版

〔美〕查尔斯·埃利斯:《赢得输家的游戏》,王茜、笃恒译,机械工业出版社 2010 年版

〔美〕威廉·伯恩斯坦:《有效资产管理》,王红夏、张皓晨译,机械工业出版社 2013 年版

〔美〕马丁·普林格:《技术分析》(第 4 版),笃恒、王茜译,机械工业出版社 2011 年版

〔美〕亚历山大·埃尔德:《以交易为生:卖出的艺术》,马福云译,机械工业出版社 2013 年版

〔美〕劳伦斯·坎宁安:《向格雷厄姆学思考,向巴菲特学投资》,闾佳、侯君译,机械工业出版社 2011 年版

〔美〕斯蒂芬·韦恩斯:《恐慌与机会:如何把握股市动荡中的风险与机遇》,赵耀等译,机械工业出版社 2010 年版

〔美〕露西·F. 阿科特、〔加〕理查德·迪弗斯:《行为金融:心理、决策和市场》,戴国强等译,机械工业出版社 2012 年版

〔英〕威廉·福布斯:《行为金融》,孔东民译,机械工业出版社 2011 年版

饶育蕾、盛虎编著:《行为金融学》,机械工业出版社 2010 年版

〔美〕马丁·普林格:《股票投资心理战术》,周媛译,中国青年出版社 2009 年版

〔美〕罗伯特·希勒:《非理性繁荣》,廖理等译,中国人民大学出版社 2004 年版

〔美〕贾斯廷·沃尔什:《凯恩斯投资真经》,邱俊、陈召强译,中信出版社 2001 年版

〔美〕小理查德·W. 阿姆斯:《股市无敌》,傅保华等译,清华大学出版社 2001 年版

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

〔美〕保罗·格莱姆齐:《决策、不确定性和大脑:神经经济学》,贺京同等译,中国人民大学出版社 2010 年版

〔美〕查尔斯·金德尔伯格:《疯狂、惊恐和崩溃:金融危机史》,朱隽,叶翔译,中国金融出版社 2007 年版

〔美〕凯斯·桑斯坦:《极端的人群:群体行为的心理学》,尹宏毅、郭彬彬译,新华出版社 2010 年版

刘金平编著:《股票投资心理研究》,河南大学出版社 2003 年版

〔瑞典〕卡尔·基林兰:《股市大众心理解析》,李若愚译,机械工业出版社 2001 年版

杨晨:《智者无敌:揭示股市赢家的思维奥秘》,中国经济出版社 2006 年版

曹明成、谭文主编:《庄家那些事儿》,立信会计出版社 2011 年版

〔英〕乔纳森·迈尔斯:《股市心理学》,虞海侠译,中信出版社、辽宁教育出版社 2004 年版

小小辛巴:《百箭穿杨》,机械工业出版社 2014 年版

丁鹏编著:《量化投资:策略与技术》,电子工业出版社 2011 年版

理森:《投资之道:全球杰出华人投资者访谈录》,中信出版社 2012 年版

夏欣:《邱国鹭离职背后:A 股价值投资何去何从》,载《中国经营报》2014 年 3 月 29 日

于萍、张玉洁:《聚焦 2013 年 A 股公司“黑天鹅”事件》,载《中国证券报》2013 年 12 月 31 日

高尧:《天气对我国股票市场的影响》,载《金融经济》2013 年第 18 期

王存迎:《乔尔·格林布拉特神奇公式的秘密》,载《证券市场周刊》2011 年 5 月 14 日

刘阳、刘强:《择时交易的小概率困境》,载《证券市场导报》2010 年第 11 期

王磊燕:《量化投资大师西蒙斯:捕捉市场大量异常瞬间机会来赚钱》,载《第一财经日报》2010 年 1 月 23 日

蝴蝶双击:《私募股票池》,http://blog.sina.com.cn/s/blog_0356a5d50100pb2q.html

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《均线理论大全》,http://hi. baidu. com/mujieniu/item/22f52bd7e41a1b3a48e1dda6

《均线系统分析全集》,http://www. 360doc. com/content/14/0304/06/15578956_357527481. shtml

马献忠、陆阳:《微博是中国社会情绪的"脉搏"》,http://www. cssn. cn/zx/bw-yc/201403/t20140329_1049733. shtml

缠中说禅,http://blog. sina. com. cn/chzhshch

陈绍霞:《小盘股 庄天下》,http://xueqiu. com/1876614331/32606758

范辛亭:《新闻选股模型上周绝对收益可观》,http://yanbao. stock. hexun. com/dzqt506025. shtml

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

BEHAVIORAL
FINANCE
新常态股市投资智慧

证券市场变化莫测，常常让投资者无所适从。郑磊博士在这本新著中指出："资金是王，信息和心理是其两个婢女。"这很好地解释了为什么目前创业板上市公司P/E能到100多倍，而银行股只有5—6倍。真理总是简单朴素的，在此再次得到印证。

——徐洪才，中国国际经济交流中心经济研究部部长

千百年来人性始终未变，贪婪与恐惧亦是资本市场情绪变化最重要的两端，本书运用行为金融学与实践结合，阐释了资本市场运行的轨迹，值得阅读思考。

——但斌，东方港湾投资管理公司董事长

牛市和熊市，技术分析都难有作为，行为金融正可发挥其独特优势。新一代股市投资者尤其应该了解这些知识，把握好自己，和股市共同成长。

——鹿长余，上海科技金融研究院教授

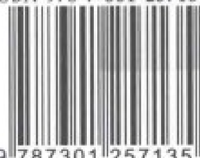
这本书的核心是指出了投资者心理和市场行为对于股票价格会产生巨大冲击，对于短线操作而言，用行为金融和投资心理学，并结合价值投资和技术分析以及仓位管理方法，可以跑赢对手。同时，股市也是人性的试验场，是磨炼投资者心性的战场，作者提出了炒股如同做人的观点。

——王庆，重阳投资总裁


圣大燕园
微信公众号


"北京大学出版社"
微信公众号

上架建议：财经/投资/畅销书
ISBN 978-7-301-25713-5



定价：45.00元